

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

LES
VALEURS MOBILIÈRES
ÉTRANGÈRES
A LA BOURSE DE PARIS

THÈSE DE DOCTORAT
POLITIQUE ET ÉCONOMIQUE
Soutenue le samedi 26 Janvier 1918
à 3 heures

PAR

DOUCHANE YOVOVITCH

DIPLOMÉ DE L'ÉCOLE DES SCIENCES POLITIQUES

Président : M. HITIER

*Suffragants : { MM. FERNAND FAURE, professeur.
RIST, agrégé.*

PARIS

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU
ROUSSEAU ET C^{ie}

ÉDITEURS

14, RUE SOUFFLOT, 14

1918

THÈSE
POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

LES
VALEURS MOBILIÈRES
ÉTRANGÈRES
A LA BOURSE DE PARIS

THÈSE DE DOCTORAT
POLITIQUE ET ÉCONOMIQUE

Soutenue le samedi 26 Janvier 1918

à 3 heures

PAR

DOUCHANE YOVOVITCH

DIPLOMÉ DE L'ÉCOLE DES SCIENCES POLITIQUES

Président : M. HITIER

*Suffragants : { MM. FERNAND FAURE, professeur.
RIST, agrégé.*

PARIS

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU ET C^{ie}

ÉDITEURS

14, RUE SOUFFLOT, 14

1918



LES VALEURS MOBILIÈRES ÉTRANGÈRES A LA BOURSE DE PARIS

INTRODUCTION

**La proportion des valeurs mobilières étrangères
dans le portefeuille français.
Méthodes et données statistiques.**

Dans le cours du xix^e siècle, les méthodes de placements de l'épargne se sont profondément modifiées. A l'époque de la rédaction du Code civil, les immeubles, terres et maisons, représentaient de beaucoup le principal élément de la fortune française, et la législation consulaire et impériale reflète cette situation économique, en réservant ses faveurs protectrices aux immeubles. Les placements mobiliers sont alors relativement peu importants. Ils consistent surtout en fonds d'État français, et leur caractère exceptionnel explique la faculté laissée au capitaliste de les annexer à la législation immobilière.

Il y a une cinquantaine d'années, la terre était encore considérée comme le placement le plus sûr, le plus à l'abri des aléas. Cette sécurité se payait de la modicité du revenu, mais la facilité de recrutement des fermiers et les impôts peu élevés le poussait peu à peu à la hausse.

Les exigences des paysans, la dépréciation des prix, l'accroissement des charges fiscales, ont, peu à peu, poussé les capitalistes à chercher des placements plus rémunérateurs. Les valeurs mobilières offrent de précieux avantages. Le prêteur n'a pas à s'occuper lui-même de faire fructifier son avoir. Il touche un revenu uniforme, à des époques régulières. Il peut placer ses fonds disponibles ou réaliser ses titres presque du jour au lendemain, sans longue attente, sans publicité onéreuse, sans frais de transmission élevés.

Ce développement de la richesse mobilière ne présente pas d'avantages que pour le capitaliste. Il a joué un rôle économique général des plus heureux : « La valeur mobilière, écrit M. Théry, en rendant possible le groupement, l'association des capitaux disséminés sur tous les points du territoire national, a provoqué la transformation de nos moyens de production, et créé les nouvelles richesses dont tous les membres de la collectivité française profitent actuellement » (1).

Le simple rapprochement de deux chiffres suffit à montrer combien s'est accrue la vogue des placements en

(1) Edmond Théry. *La Fortune publique de la France*.

valeurs mobilières. Au 1^{er} janvier 1892, le montant total des valeurs mobilières françaises et étrangères, existant dans les portefeuilles français, s'élevait à 77 milliards 286 millions; au 31 décembre 1908, il était passé à 104 milliards 446 millions, soit, en dix-sept années, une augmentation de 27 milliards 160 millions, ou de 35 0/0.

Cette transformation de la méthode de placement donne à la fortune une physionomie nouvelle. La propriété immobilière donne une impression de rigidité qui ne tient pas seulement à la nature matérielle des biens sur lesquels elle repose, mais à la législation traditionnellement protectrice qui la régit. A ce point de vue, la propriété mobilière mérite bien son nom, puisqu'elle se passe d'un titulaire à un autre, matériellement pour les titres au porteur, juridiquement pour tous les titres, avec la plus grande facilité.

Cette physionomie juridique essentiellement mobile a certainement contribué à donner aux capitaux épargnés une orientation nouvelle. A supposer que les valeurs mobilières n'aient pas existé, et que les biens-fonds aient seuls conservé les faveurs de l'épargne, il est bien probable que celle-ci eut presque exclusivement limité ses placements aux immeubles situés sur le territoire national. La direction ou la surveillance de l'exploitation, la complication et la diversité des législations immobilières, surtout au moment des transmissions, empêchent les petits et moyens capitalistes, qui forment la masse de l'épargne, de rechercher les placements en immeubles étrangers.

Grâce à la mobilité même de la valeur mobilière, le titre

étranger sollicite autant l'attention du capitaliste que le titre français. Il n'a pas à s'occuper de la gestion, pas à se déranger, ni pour surveiller l'exploitation, ni pour toucher ses revenus; s'il veut acheter ou vendre, il trouve immédiatement, sans déplacement et sans frais, un vendeur ou un acquéreur à la Bourse des valeurs. En un mot, les distances sont supprimées, et la propriété, qu'il possède au-delà des mers, est plus à sa portée qu'une ferme située à l'autre bout de la France.

C'est là une des raisons de l'énorme développement pris par les placements en valeurs mobilières.

Mais, avant d'en indiquer les autres causes, il nous faut montrer, par des statistiques, l'importance de cette progression.

Jusqu'en 1838, les valeurs étrangères ne sont représentées à la cote de la Bourse de Paris, que par des fonds d'État. Puis apparaissent des actions de Banques, de Compagnies de Chemins de fer, de mines, de charbonnages.

Sous le second Empire, le chapitre des fonds d'État étrangers prend à la cote une importance considérable : y apparaissent les fonds turcs, le 5 0/0 italien, le 2 1/2 et le 4 1/2 belge, les obligations de Bruxelles et de Liège, le 7 0/0 égyptien de 1866, le 6 0/0 des États-Unis, le 6 0/0 mexicain, le 7 0/0 tunisien, le 5 0/0 hongrois, le 6 0/0 péruvien, le 8 0/0 roumain de 1867, les emprunts russes 4 0/0 de 1867 et 1869.

A la même époque apparaissent des titres d'entreprises particulières, surtout de compagnies de chemins de fer. « La France, à cette époque, non seulement exportait des capi-

taux, mais aussi ses ingénieurs qui allaient construire des lignes en Russie, en Autriche, en Italie, en Espagne, au Portugal; par une naturelle conséquence, la cote se couvre des actions et obligations du chemin de fer Guillaume-Luxembourg, des chemins de fer russes, autrichiens, est-hongrois, nord-ouest d'Autriche, lombards-vénitiens, romains, portugais, Madrid-Saragosse, Séville-Xerès, Cordoue-Séville-Pampelune, Nord d'Espagne, etc. » (1).

Un moment ralentis après 1871 (le loyer des capitaux s'étant relevé en France, les capitalistes n'avaient plus de motifs d'aller chercher au loin des intérêts rémunérateurs), les placements français à l'étranger ont repris leur marche ascendante dès que les emprunts furent absorbés.

Le tableau suivant, dressé par M. Théry, des valeurs étrangères inscrites à la cote à différentes époques, peut donner une idée de cette progression.

Dates	Fonds d'État	Oblig.	Actions	Total
1850 (31 Xbre)	24	2	2	28
1869 (31 Xbre)	58	24	27	109
1880 (1 ^{er} Juillet)	85	26	26	137
1890 (1 ^{er} Juillet)	104	39	40	183
1899 (31 Xbre)	150	58	65	273

Ce tableau n'a d'ailleurs qu'une valeur indicative, car toutes les valeurs inscrites dans la cote ne figurent pas

(1) R. G. Lévy : *Revue des Deux Mondes*, 1897.

dans des portefeuilles français, et ce tableau ne fait pas connaître les proportions très variables dans lesquelles ces diverses valeurs y figurent effectivement.

Il est fort difficile de déterminer avec précision le montant en capital du portefeuille français en valeurs étrangères, et la proportion dans laquelle elles y concourent avec les valeurs nationales.

Pour les valeurs françaises, la statistique peut être établie assez exactement sur des documents certains :

L'Annuaire Officiel des Agents de change indique le nombre exact des valeurs négociables au Parquet et la cote officielle en donne le cours.

Le Bulletin des Chambres Syndicales des Banquiers au comptant et à terme fournit les mêmes données pour les valeurs traitées sur le marché libre.

Enfin, les résultats de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, publiés par l'Administration de l'Enregistrement et du Timbre, permettent de connaître le montant des intérêts et des dividendes. En les capitalisant à un taux variable suivant les catégories de valeurs et en y ajoutant le capital des rentes exemptes d'impôt, on obtient le montant en capital des valeurs françaises.

Il est plus difficile de trouver une méthode statistique qui permette de déterminer avec quelque précision la part des valeurs étrangères dans le portefeuille français.

En effet, les valeurs étrangères inscrites à la cote officielle, ou négociables sur le marché libre, sont négociables également dans leur pays d'origine et sur d'autres marchés

internationaux. Le jeu de l'arbitrage, les demandes et les offres du capital français provoquent un mouvement incessant de ces valeurs entre ces divers marchés. En outre, un grand nombre de porteurs français, soit pour profiter d'un change meilleur, soit pour échapper à l'impôt, touchent leurs coupons sur une place étrangère, y ont même leurs titres déposés.

On a tenté cependant cet inventaire et M. Neymarck indique des procédés d'évaluation indirects.

« Les taxations diverses dont ces titres sont l'objet en France sont déjà un élément d'évaluation ; les statistiques officielles étrangères indiquant les remises faites dans des pays étrangers pour le coupon des dettes extérieures sont un second élément. »

L'Italie, la Russie, l'Espagne, la Turquie, par le conseil d'administration de la dette ottomane, donnent chaque année des relevés des sommes payées à Paris, par ces États, pour le service de leurs dettes, ce qui permet d'évaluer exactement le capital de ces fonds étrangers.

M. Neymarck indique encore : « Les rapports des sociétés privées, les cours du change, le contrôle des divers chiffres par la comparaison des statistiques étrangères et des documents publiés sont un troisième élément.

Les émissions, introductions de titres, négociations, etc. sur les divers marchés sont encore un quatrième élément de recherches.

Ce n'est pas tout, le staticien qui veut faire le dénombrement des valeurs mobilières en général ne doit rien négli-

ger : droits de timbre au comptant, timbre par abonnement, droits de transmissions pour les transferts et conversions, taxe annuelle sur les titres au porteur, taxe annuelle sur les intérêts et dividendes, revenus et autres produits des actions de toute nature des sociétés, lots et primes de remboursement payés aux créanciers et porteurs d'obligations, effets publics et autres titres d'emprunts, relevé des taxes d'abonnement au timbre et des droits de transmission payés par les sociétés, etc...

Ajoutons enfin que si chacune de ces sources d'informations a sa valeur, toutes doivent être réunies et contrôlées pour obtenir un résultat approximativement exact. »

De nombreux économistes ont essayé par des procédés indirects d'évaluer le capital des valeurs mobilières en France. Quelques imprécises et différentes que soient les méthodes, les résultats méritent d'être sommairement indiqués, car tous concordent à prouver le développement incessant du portefeuille étranger.

En 1864, Auguste Vitu estimait le capital des valeurs françaises et étrangères, circulant à la Bourse de Paris à 20 ou 22 milliards, rapportant environ un milliard, dont 125 millions pour les titres étrangers.

En 1875, Léon Say estimait qu'avant 1870, il y avait 10 à 12 milliards de valeurs étrangères.

En 1880, Leroy-Beaulieu donne le chiffre de 12 à 15 milliards.

En 1888, M. de Foville s'arrête à 18 milliards et demi.

En 1897, M. R. G. Lévy et M. Théry s'accordent sur le chiffre de 26 milliards.

M. Neymarck, dans un article publié en janvier 1907, estime à 30 milliards le portefeuille étranger et à 65 milliards le portefeuille national.

Dans sa réponse à une interpellation sur les manœuvres de Bourse, à la séance de la Chambre du 8 février 1907, M. Caillaux donnait des chiffres plus élevés : 60 à 70 milliards de valeurs françaises, 40 milliards de valeurs étrangères dont la moitié en fonds d'État.

La proportion de valeurs étrangères, dans l'ensemble du portefeuille, serait donc d'environ un tiers.

En 1902, le ministre des affaires étrangères avait fait faire une enquête pour évaluer les capitaux engagés par les Français dans le monde entier, soit dans des opérations commerciales, soit en faisant fructifier leur argent dans les entreprises ou les emprunts étrangers. Les résultats de cette enquête donnent le chiffre de 29.855 millions. Si on y ajoute les importantes émissions de titres étrangers faites depuis 1902 sur le marché de Paris, et particulièrement, l'emprunt russe de 1906 de 1.200 millions, on arrive, pour l'année 1907, au chiffre de 35 milliards qui concorde avec la moyenne des chiffres donnés à la même époque par MM. Neymarck et Caillaux.

On peut rapprocher de ces évaluations celles plus récemment données par M. Truchy (1), d'après le rapport présenté à l'Institut international de statistique à son dernier

(1) M. Truchy : *Cours d'Économie politique*, 1915-1916.

congrès en 1911. Voici les chiffres de 1910 pour les quatre principaux pays exportateurs de capitaux :

	Total des valeurs mobilières (en milliards)	Valeurs étrangères
Grande Bretagne.....	140 à 142	85
France.....	106	38 à 40
Allemagne.....	90 à 95	20 à 25
Belgique.....	13 à 14	2 à 3

Ces chiffres font ressortir l'accroissement incessant du portefeuille français en valeurs étrangères. Les 38 à 40 milliards se répartissent de la manière suivante :

Colonies françaises et Tunisie.....	2 à 3	milliards
Russie.....	10 à 11	»
République Argentine, Brésil, Mexique.	4 à 5	»
États Balkaniques, Turquie, Bulgarie, Grèce et Roumanie.....	4 à 5	»
Espagne et Portugal.....	3 à 4	»
Autriche-Hongrie.....	2 1/2	»
Égypte.....	3 à 4	»
États-Unis et Canada.....	2 à 3	»
Italie.....	1 à 1 1/2	»
Chine et Japon.....	1 à 2	»
Angleterre.....	1/2	environ
Belgique.....	1/2	»
Pay-Bas.....	1/2	»
Suisse.....	1/2	»
Allemagne.....	1/2	»

Quelques approximations qu'il convienne de reconnaître à ces chiffres, ils démontrent que la France est avec l'Angleterre, le véritable banquier des pays en mal d'emprunt. C'est en France que beaucoup de pays, après des crises politiques intérieures ou extérieures, viennent faire panser leur plaies d'argent. Suivant la pittoresque expression de M. Aynard : « la France est la tirelire de l'Europe » et même du monde entier.

PREMIÈRE PARTIE

GÉNÉRALITÉS

**Utilité et dangers des placements en valeurs
étrangères. — Rôle du Gouvernement.
Procédés d'intervention.**

CHAPITRE PREMIER

AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS DES PLACEMENTS EN VALEURS ÉTRANGÈRES

La part énorme et sans cesse croissante faite aux fonds étrangers par l'épargne française a soulevé dans ces dernières années de très vives critiques. Ce développement a paru à certains économistes ou hommes politiques, dangereux pour l'État français et pour l'épargne et à plusieurs reprises on s'est demandé, dans les discussions doctrinales, et au Parlement, s'il convenait de laisser libres ou de réglementer l'orientation prise par l'épargne française et si le gouvernement n'avait pas un rôle important à jouer en cette matière.

Les avantages et les inconvénients des placements en

valeurs étrangères doivent être examinés à un double point de vue, celui de l'intérêt général ou national, politique et économique, et le point de vue particulier, celui du capitaliste.

SECTION I

Avantages et inconvénients pour le capitaliste.

Les titres étrangers présentent pour le capitaliste des avantages dont l'importance seule du développement qu'ils ont pris dans son portefeuille suffit à démontrer la réalité.

Pourquoi un épargnant français met-il une partie notable de ses fonds dans des entreprises extérieures? Les motifs économiques et psychologiques de ce choix ont été souvent énumérés.

Au premier plan, il faut citer l'intérêt financier. Le renchérisement de la vie, la baisse du revenu foncier ont contribué à orienter l'épargne vers les valeurs mobilières. L'attrait d'un revenu plus élevé a, de même, fortement contribué à diriger l'épargne vers les valeurs étrangères. Avec la facilité des communications, les conditions économiques se sont énormément modifiées. Le marché des marchandises est devenu mondial. Il en est advenu de même du marché des capitaux. Il est aujourd'hui aussi facile à un capitaliste de placer son argent dans une entreprise d'outre-mer que dans une entreprise française. La mobilité des valeurs est, avons-nous dit, un des facteurs importants de l'exportation des capitaux.

Ayant la facilité de choisir sur une liste d'entreprises presque illimitée, le capitaliste cherche celle qui lui donnera le plus grand rendement. Or, dans les vieux pays comme la France, les entreprises nouvelles sont rares, ou trop souvent fermées. L'outillage national et économique est au complet; il suffit de le mettre au courant. Les capitaux trop abondants, insuffisamment recherchés, ne peuvent se prêter qu'à un taux minime.

Les pays neufs appellent au contraire les capitaux, dont ils ont besoin pour s'organiser. Les capitaux étant recherchés peuvent obtenir une rémunération plus avantageuse, et les ressources intactes du pays permettent à l'emprunteur de l'accorder.

Il faut ajouter l'attrait qu'exerce toujours l'étranger. Le Français surtout est porté à déprécier les entreprises de son pays : il les juge de trop près et en voit trop les risques. Les affaires lointaines bénéficient du mirage de la distance et n'étant pas à même d'en vérifier la valeur, le capitaliste s'en rapporte à l'avis d'ingénieurs ou de financiers dont on fait miroiter les titres à ses yeux et dont la compétence est pour lui un article de foi.

Combien aussi de capitalistes placent leur argent à l'étranger par hostilité pour leur gouvernement, par crainte des mesures fiscales qui grèvent ou menacent de grever la fortune mobilière en France ?

Enfin, suivant le sage dicton qu'« il ne faut pas mettre tous ses œufs dans le même panier », le capitaliste n'aime pas à mettre tout son argent dans la même maison. Quand

son épargne atteint un chiffre même médiocre, il l'éparpille volontiers. Il n'est pas rare de voir dans les établissements de crédits, de modestes employés présenter à l'encaissement cinq ou six coupons n'ayant chacun qu'une valeur infime, mais tous de nature différente.

Sur ces coupons, il y en a toujours quelques-uns qui représentent des fonds d'État ou des valeurs de sociétés étrangères.

Outre la sécurité que lui procure normalement la diversité de ses placements, le capitaliste trouve, en effet, dans les titres étrangers, une sécurité particulière. Que son pays vienne à se trouver en état de guerre, le contre-coup de cette situation, surtout si elle se prolonge, se répercutera sur l'ensemble des fonds d'État français et des entreprises nationales. Comme d'un autre côté, ces événements détermineront un grand nombre de réalisations, ce sera une autre cause d'effondrement des cours, de perte pour le capitaliste.

Si le pays étranger où ses fonds sont placés reste neutre, ces deux causes de perte ne se produiront pas. Peut-être même la neutralité avantageuse au point de vue économique fera-t-elle monter les cours. Le capitaliste gagnera au lieu de perdre. Ainsi en 1871, les capitalistes français qui, en dehors de titres nationaux, « détenaient aussi des fonds italiens, autrichiens, ottomans même, des obligations de chemins de fer lombards et autres, ont vu ces valeurs étrangères ne baisser que légèrement, pendant que les valeurs françaises baissaient profondément. Il leur a été

facile alors de vendre à des cours relativement élevés ces valeurs étrangères pour souscrire à nos grands emprunts nationaux ou pour acheter des titres français que les circonstances dépréciaient. Ils ont ainsi réalisé de gros bénéfices » (1).

Si réels que soient pour le capitaliste ces avantages des valeurs étrangères, elles ne sont pas sans présenter pour lui de sérieux inconvénients.

Le principal est que l'augmentation du revenu est très souvent acquise au détriment de la sécurité du capital. Le prêteur n'a sur les affaires dans lesquelles il s'engage que des renseignements souvent vagues et toujours suspects. Ce sont les notices intéressées, distribuées par les banques, qui émettent des titres, par les démarcheurs, ou insérées par la presse, la chronique financière de la plupart des journaux est informée en général par des agences qui ont des marchés avec des syndicats financiers ou des banques ; ces agences n'envoient que les communiqués que ces maisons veulent bien leur donner.

Les documents officiels manquent même pour les fonds d'État. Pour les autres valeurs, les renseignements sérieux d'ailleurs un peu vagues, se trouvent dans des publications purement officieuses et d'ailleurs peu répandues, tel que l'Annuaire de la Chambre Syndicale des agents de change.

L'acheteur n'est guère renseigné que par les journaux et

(1) Leroy-Beaulieu : *L'Art de placer et de gérer sa fortune*.

gazettes éditées par les banques qui émettent des titres et dont l'abonnement est parfois gratuit.

Le rôle des établissements de crédit a été souvent et vivement critiqué. Un état ou une société étrangère qui veut faire un emprunt en France n'a pas toujours un crédit assez solide pour affronter directement la souscription publique. Il s'adresse à un consortium de banques, qui prennent l'emprunt à leur compte et se chargent de l'émettre dans le public, à leurs guichets ou par négociation en bourse. Le désir de placer l'emprunt les pousse à en faire miroiter les avantages aux yeux du public. Des démarcheurs visitent la clientèle capitaliste, dans les villages même les plus reculés. Les brochures distribuées par milliers, les insertions payées vantent les bénéfices réservés aux souscripteurs.

Au lieu d'être les conseillers impartiaux de l'épargne, les établissements de crédit deviennent des lanceurs d'affaires et aucune publicité n'est ménagée pour se débarrasser dans le public de titres d'autant moins sûrs que la commission de l'intermédiaire est plus élevée.

L'acheteur ou le souscripteur, une fois dépouillé, n'a plus de recours efficaces. A supposer que le tribunal français se déclare compétent, par application de l'article 14 du Code civil, son jugement n'est pas exécutoire dans le pays étranger; son exécution serait d'ailleurs bien souvent illusoire.

Si l'emprunteur est un État, certains auteurs (M. Politis) voient dans l'emprunt un acte de souveraineté et refusent

de reconnaître à la charge de l'État une obligation même naturelle. En admettant même l'existence d'un rapport contractuel d'obligation, la Cour de cassation dénie toute compétence en la matière à la juridiction française (1).

SECTION II

Avantages et inconvénients pour la collectivité.

L'influence politique et économique des placements étrangers, au point de vue de l'intérêt national, mérite, elle aussi, d'être attentivement examinée.

Le principal grief que leur adresse les partisans de la protection des capitaux, c'est qu'ils outillent les concurrents au détriment de la production nationale. D'un côté, la France protège par des tarifs douaniers la production agricole et industrielle. D'autre part, elle ouvre la porte à ses capitaux : ils s'en vont armer les entreprises de l'étranger qui concurrencieront les siennes. N'y-a-t-il pas contradiction entre ces deux politiques? L'Italie, l'Espagne, ont trouvé en France les sommes qui leur étaient nécessaires pour s'organiser au point de vue économique, et maintenant les produits de leur industrie et de leur agriculture qu'elle a commanditées entrent en concurrence avec les produits de l'agriculture et de l'industrie française.

Le fait est d'ailleurs d'ordre général. Il en est de même dans les rapports des vieux pays et des pays neufs.

(1) Cass., 22 janv. 1849; 5 mai 1855.

Tous les pays nouveaux qui, dépourvus de capitaux, étaient jadis tributaires de l'Europe qui leur faisait payer chèrement les produits manufacturés qu'elle leur donnait en échange de leurs produits naturels, aujourd'hui, grâce aux capitaux, aux ingénieurs, aux savants que l'Europe y a envoyés, ces pays, qui possèdent des terres fertiles, une main-d'œuvre presque gratuite, se sont créés un outillage économique qui leur permet de faire une terrible guerre de concurrence aux produits manufacturés européens.

L'inconvénient peut d'ailleurs être envisagé sous deux faces. L'exportation des capitaux ne développe pas seulement l'agriculture et l'industrie étrangères. Ce que gagnent celles-ci, l'agriculture et l'industrie françaises le perdent. Il y a donc à la fois perte et manque à gagner.

M. Cauvès, président de la Société d'Économie politique nationale, défendait, à la séance du 16 mai 1900, cette opinion que les capitaux placés en fonds étrangers auraient pu trouver un emploi plus utile en France. Il donnait comme chiffre de l'épargne disponible annuelle 2.500 millions; il évaluait à 700 millions environ l'importance annuelle des placements étrangers. Puis il examinait comment étaient répartis les 1.800 millions restant :

« Ces 1.800 millions ne sont pas disponibles pour l'œuvre productrice directe, car il y a un prélèvement très important à faire, du chef de l'assurance, de la prévoyance en général, et ce prélèvement me paraît ne pas pouvoir être estimé à moins de 300 millions..... (suit le détail, primes d'assurance, incendie et vie; versements aux

sociétés de secours mutuels, mutualité, caisses d'épargne).

« Il reste donc 1.500 millions desquels les chemins de fer, tant dans la mesure des crédits qui sont autorisés par l'État, chaque année, que par les emprunts directs des compagnies attirent à eux de 100 à 125 millions. Ce n'est pas tout : les sociétés de crédit accroissent leur capital ; les entreprises relatives à l'outillage national (travaux des ports, canaux, entreprises de tractions, etc.) absorbent une partie encore des ressources disponibles.

« Ce qui reste alors ce peut être tout au plus un milliard pour l'ensemble des placements productifs. Pour un pays comme la France, c'est peu. C'est peu, en considérant que non seulement nous avons à mettre en valeur nos forces productives en France, mais que nous avons aujourd'hui un immense empire colonial qui exige, lui aussi, pour son exploitation économique, des capitaux considérables. Il s'est constitué, en ces temps derniers, de nombreuses sociétés anonymes de colonisation, auxquelles des concessions considérables ont été données ; malheureusement leurs capitaux sont très insuffisants. Il y a de ces sociétés qui sont concessionnaires, au Congo, de 55.000 kilomètres carrés et qui sont constituées au capital de 3 millions ; cela fait environ 50 francs par kilomètre carré. C'est bien peu pour la mise en valeur et pour les divers services d'intérêt général confiés à ces sociétés. Aussi peut-on craindre qu'il y ait là plus de mise en scène et de spéculation que d'œuvre vraiment féconde.

« Revenons maintenant en France même. Nous nous

plaignons de ce que l'agriculture ne trouve pas de capitaux suffisants; nous déplorons ce fait que les entreprises nouvelles ne se forment pas autant qu'il serait souhaitable. Dans ces 250 millions que l'on attribue aux sociétés mobilières, il y a pour une partie des sociétés de crédit, il y a des sociétés qui font des opérations immobilières, etc. Ce qui reste pour l'industrie est manifestement peu.

« Mais il ne faut pas oublier que la plupart des entreprises ne prennent pas la forme de sociétés par actions. Dans notre constitution économique, les entreprises individuelles représentent la part de beaucoup la plus grande des intérêts agricoles et des intérêts industriels.

« A elles, pour alimenter largement notre production, il faudrait réserver bien plus qu'aux placements à l'étranger, car on peut affirmer qu'elles ne disposent pas d'une somme égale de capitaux libres.

« Je suis donc, conclut M. Cauvès, assez alarmé de ce prélèvement de 700 millions par an en faveur des valeurs étrangères dans un pays qui ne conserve pour toutes les œuvres productrices proprement dites, sous formes de sociétés ou d'entreprises quelconques, qu'environ 1 milliard. La proportion entre les placements nationaux et les placements étrangers me paraît absolument irrationnelle. »

Ces inconvénients ont été sérieusement contestés. On paraît craindre, dit M. Truchy (1), que si nous exportons nos capitaux à l'étranger il n'en restera plus pour nous et que les entreprises nationales se trouveront démunies

(1) M. Truchy : *Cours d'économie politique*, 1915-1916.

des capitaux qui leur sont indispensables. Mais, cette crainte est bien chimérique, si on se reporte au mécanisme des capitaux. Qu'est-ce qui fait que les pays exportent? C'est qu'ils ont trop et ne peuvent pas en tirer des intérêts assez considérables. Si, par hasard, il arrivait que à un certain moment l'exportation des capitaux eût été trop considérable, le mal cesserait de lui-même parce qu'une fois les capitaux rarifiés par l'exportation dans les pays exportateurs, comme le besoin en serait devenu plus intense, les gens qui auraient besoin de capitaux offriraient des intérêts plus élevés et les capitalistes n'auraient plus aucun avantage à expédier leurs capitaux à l'étranger. L'exportation des capitaux c'est l'indice de la surabondance. En fait, il est certain qu'il faut une différence d'intérêts assez sensible pour décider le capitaliste à faire ses placements plutôt en valeurs étrangères qu'en valeurs nationales. A intérêt à peu près égal, on peut dire, qu'en général, le capitaliste donne la préférence aux valeurs nationales, il ne se décide en faveur des valeurs étrangères que si la différence est assez considérable. De sorte que, pratiquement, les entreprises nationales trouvent encore soit les marchandises, soit les capitaux dont elles ont besoin. C'est un fait certain que les entreprises françaises, quand elles ont besoin d'argent, ont trouvé un taux d'intérêts moins élevé.

Il n'y a pas, ajoute M. Truchy, d'imprudence de la part d'un vieux pays à contribuer de ses capitaux au développe-

ment économique des pays neufs. Le danger de la concurrence n'est pas à redouter.

Ces considérations ne sont pas décisives; tout d'abord, un pays neuf, bien doué par la nature et, par conséquent, appelé à une destinée économique brillante, trouve toujours, un peu plus cher, un peu moins cher, l'argent dont il a besoin; si un pays ne le lui prête pas, il trouvera d'autres prêteurs et dans ces conditions, autant prêter que de voir d'autres bénéficier de ces prêts. C'est avoir une vue bien étroite des choses, avoir un horizon économique bien proche que de s'imaginer qu'il soit de l'intérêt des vieux pays d'entraver ou de retarder l'essor des pays neufs. Assurément, ceux-ci pourront leur faire concurrence et gêner certaines de leurs industries, mais, ce qui est bien plus vrai, c'est que le pays neuf, à mesure qu'il deviendra plus riche, deviendra un bien meilleur client. Il est par conséquent de l'intérêt des vieux pays, d'avoir des clients aussi riches que possible et de ne retarder les progrès économiques des pays neufs qui s'adressent à eux.

Dans cette opinion, les capitaux français, sans cesse accrus par l'épargne et la spéculation, s'ils ne pouvaient trouver d'emploi en dehors des valeurs nationales, seraient supérieurs aux besoins de l'industrie nationale et lui donneraient une surexcitation purement artificielle et momentanée. Au point d'arrêt, déterminé par la perfection de l'outillage économique et par la surabondance de la production, par rapport à la demande, les capitaux trop nombreux se disputeraient un nombre restreint de titres

ces derniers arriveraient à des cours très élevés sans être d'un rendement supérieur.

« Si, écrit M. Théry (1), une partie de l'épargne ne s'était point divisée sur des titres étrangers et si les sommes consacrées en achat de ces titres étaient venues se disputer les valeurs mobilières et les fonds d'État français, la hausse constatée aurait été plus forte encore, aurait fatalement provoqué de nouvelles ou plus fortes conversions et nous aurions à enregistrer aujourd'hui une baisse encore plus sensible sur le revenu des titres français. »

Les placements à l'étranger constituent donc un débouché pour les capitaux trop nombreux; ils en évitent l'engorgement et en maintiennent le rendement.

A cet égard, leur rôle économique est considérable; ils jouent le rôle de frein dans la descente constante du taux de l'intérêt, puisqu'ils augmentent les emplois des capitaux sans cesse accrus.

Cette conséquence est toute à l'avantage des capitalistes — et c'est là, avons-nous vu, le principal mobile qui les porte à choisir ces placements. — Mais l'intérêt collectif est ici en contradiction avec l'intérêt particulier, si l'on estime conforme aux lois du progrès la baisse du loyer de l'argent.

Plus le taux de l'intérêt est bas dans un pays, plus il est facile d'y créer des entreprises industrielles; s'il est élevé, les chefs de ces entreprises payant chèrement les fonds de roulement et d'outillage, auront difficilement un bénéfice.

(1) *Économiste Européen*, 26 novembre 1897.

L'intérêt baissant, la marge des bénéfices augmente d'autant. Cela incitera un plus grand nombre d'entreprises; plus il y en aura, plus la richesse du pays augmentera. D'où plus de travail pour les ouvriers; la masse des salaires répandue dans la nation sera plus considérable; plus considérable aussi sera la masse de bonheur et de satisfaction matérielle.

Dans quelle mesure et dans quel sens les placements en valeurs étrangères influent-ils sur le taux moyen des salaires? La question est difficile à résoudre.

Les achats de valeurs étrangères réduisent la masse des capitaux qui restent dans le pays. Les fonds destinés à la rémunération du travail diminuant, les placements à l'étranger agissent dans le sens de la baisse à l'égard des salaires nationaux et vont subventionner les travailleurs étrangers au détriment des travailleurs français.

Mais d'autre part, ces placements sont productifs d'intérêts. Des capitaux en formation rentrent sous forme d'intérêts, de dividendes. Les placements en valeurs étrangères accroissent par leurs revenus annuels, la masse des capitaux disponibles, et influent ainsi sur les salaires dans le sens de la hausse.

On peut conclure que les placements à l'étranger font baisser le taux des salaires d'un pays tant que le montant annuel est supérieur au montant de leur revenu global. Au contraire, ils tendent à faire hausser le loyer du travail, quand l'ensemble de leur revenu annuel dépasse la valeur effective des nouveaux achats annuels.

Les placements à l'étranger ont, au point de vue économique, plusieurs autres avantages.

D'une part, ils exercent une influence des plus heureuses sur la situation monétaire. Les capitaux placés sont partis, mais chaque année reviennent des bénéfices, sous forme d'intérêts ou de dividendes.

On peut dire que chaque fois qu'un français consacre 1.000, 10.000, 100.000 francs en achats de valeurs étrangères, c'est, théoriquement, comme s'il envoyait les mêmes sommes d'or français à l'extérieur. Mais inversement, quand il touche 40, 400 ou 4.000 francs, c'est comme si le stock français s'augmentait réellement de 40, 400 ou 4.000 francs d'or étranger.

A cet égard, les placements à l'étranger contribuent pour une large part par les rentrées de dividendes de maintenir en France un change favorable. Tributaire de l'étranger pour ses importations, de l'Angleterre pour le fret, la France a dans la balance des comptes des éléments très défavorables. Les rentrées de revenus placés à l'étranger viennent heureusement modifier cette situation. Sans cet élément de rentrée, elle serait obligée d'expédier de l'étranger pour payer l'excédent de ses importations et de ses frais de transport, de l'or ou du papier de change. Celui-ci, très recherché, atteindrait un prix élevé. Les rentrées de coupons équivalent à des rentrées d'or et atténuent la quantité d'or ou de papier à exporter.

Ajoutons que le jeu même des amortissements, et le rachat successif des entreprises effectué par les nationaux,

dont la puissance d'épargne s'attache à cette opération, font peu à peu rentrer en France les capitaux eux-mêmes.

Le développement des placements en valeurs mobilières étrangères présente un autre avantage considérable en temps de guerre. La constitution d'un portefeuille important de capitaux prêtés à l'étranger permet d'effectuer, au début de la guerre, une mobilisation financière, de transformer une partie de ces titres en argent, au moment où il est difficile d'en trouver en France, étant donné l'extrême besoin d'argent que chacun éprouve au début de la guerre. La liquidation de ces titres sur les Bourses étrangères est un moyen très commode de faire venir de l'argent de l'étranger.

Cependant cette thèse a semblé contredite pendant un moment au début de la guerre, car il s'est trouvé que le nombre des pays auxquels pouvaient recourir les détenteurs de titres mobiliers était fort restreint et l'un de ces pays, l'Amérique du Nord, a dû, pour des raisons particulières, fermer sa bourse.

Le stock des valeurs étrangères, détenu par les français a été, par suite, aussi inutile pour leur procurer rapidement de l'argent, que la masse des fonds nationaux détenue par des français et qu'on ne pouvait écouler à la Bourse de Paris. Mais avec la prolongation des hostilités, la théorie a été par la suite confirmée sous une autre forme : les Bourses des pays neutres se sont rouvertes et les opérations qui ne pouvaient être faites au début de la guerre sont devenues possibles ; les gouvernements belligérants ont

eu dès lors la faculté de vendre sur les Bourses étrangères les titres étrangers dont ils disposaient.

En outre, les stocks de titres étrangers que possédaient les belligérants avant la guerre ont été plus utiles encore à un autre point de vue : certains pays neutres se sont enrichis, des pays qui jusque là avaient toujours été emprunteurs sont devenus prêteurs, notamment les États-Unis. Ils ont alors exigé des pays européens, qui leur empruntaient, des gages et alors s'est vu ce qui ne s'était jamais produit jusque là : les emprunts aux États-Unis, ont été gagés sur les titres des pays neutres possédés par les belligérants ; il y a eu mobilisation des portefeuilles particuliers ; les gouvernements les ont obligés ou engagés à prêter momentanément leurs titres étrangers à l'État pour permettre à celui-ci de fournir ces titres en gage des emprunts contractés par le gouvernement à l'étranger. Cette politique, du reste a été imitée par les allemands. Ainsi, la possession de titres étrangers, utile en temps de paix, est apparue en temps de guerre comme l'une des forces les plus précieuses d'un pays.

Ainsi, systématiquement, les gouvernements belligérants se sont efforcés d'utiliser les portefeuilles des particuliers pour obtenir directement des crédits sur les places étrangères. Ils ont fait appel à la bonne volonté des citoyens, ils leur ont demandé de leur remettre leurs valeurs étrangères, soit à titre de prêt, soit à titre de vente. Les gouvernements ont acheté ces titres aux particuliers, à un cours rémunérateur, pour leur éviter des pertes ; c'est ainsi que le gou-

vernement français remet aux particuliers les intérêts et les dividendes de ces titres plus une prime de 25 0/0. Sur ce portefeuille de titres étrangers employés comme gage, le gouvernement français a pu contracter des emprunts auprès des États-Unis et de l'Espagne (V. le rapport de la Banque de France, du jeudi 25 janvier 1917). L'État apporte aux neutres la garantie de la fortune privée de ses sujets et, grâce à cette garantie, il a la possibilité de faire des emprunts au bénéfice de la Nation toute entière, pour continuer la guerre; c'est la deuxième phase de l'opération.

Le gouvernement anglais est même entré énergiquement dans une nouvelle phase. Il a obligé ses sujets à lui remettre leurs titres étrangers; il a réquisitionné ces titres de manière à posséder des gages nouveaux sur lesquels il pourra emprunter. La France ne tardera pas à franchir, elle aussi, cette troisième étape.

Une expérience semblable avait été déjà faite par la France en 1871, en vue de payer l'indemnité de 5 milliards que l'Allemagne lui avait imposée. Ce fut précisément dans son portefeuille étranger, que la France trouva les fonds qu'il fallait verser à l'Allemagne; le mécanisme et les détails de l'opération ont été exposés dans le rapport classique de Léon Say sur le paiement de l'indemnité de guerre.

Les versements nécessaires ont été fournis d'abord par la spéculation et par une série de banquiers; puis les citoyens français ont classé l'emprunt en vendant leurs

valeurs étrangères pour se procurer les sommes nécessaires à la souscription de l'emprunt français destiné à payer l'indemnité de guerre. Il semble bien que ce sont les coupons, les intérêts et les dividendes (5 ou 600 millions) des valeurs étrangères qui ont été employés graduellement à la souscription de l'emprunt au lieu de les utiliser en nouveaux placements étrangers, cet emploi en rentes françaises a permis le versement ; énorme pour l'époque, des 5 milliards, sans engager la fortune propre et nationale de la France. L'expérience faite pendant la guerre actuelle montrera une fois pour toutes l'intérêt que trouve un pays à avoir la possibilité d'une mobilisation extérieure de sa fortune (1).

Enfin, à un point de vue à la fois politique et économique, les placements à l'étranger peuvent avoir pour l'État prêteur les plus heureux effets.

L'internationalisation des capitaux a parfois été considérée comme un des principaux facteurs du maintien de la paix. Les relations économiques et financières internationales créent une solidarité d'intérêts entre citoyens des différents pays et l'importance de ces intérêts peut conduire la haute finance à empêcher une guerre susceptible de les compromettre.

Les événements de juillet et d'août 1914, se sont chargés de démontrer le crédit très relatif qu'il convient d'attribuer à cette thèse. La complexité internationale des intérêts économiques et financiers n'empêche pas l'existence de

(1) M. Rist, à son cours, 1916-1917.

conflits d'intérêts entre nations, et la crainte de compromettre des intérêts matériels ne peut forcer un peuple noble à accepter à n'importe quel prix, pour éviter un conflit armé, les conditions de l'envahisseur.

La constitution d'un portefeuille étranger peut présenter au pays prêteur un profit moins chimérique et plus réel. L'apport des capitaux français à des sociétés étrangères permet aux prêteurs de jouer un rôle prépondérant dans l'orientation et le développement de ces affaires en leur ouvrant les conseils d'administration et de direction. Pour obtenir des capitalistes français le service financier dont ils ont besoin, les fondateurs des entreprises étrangères pourront être amenés à leur faire des concessions, à leur accorder sur la marche technique même de l'entreprise un droit de contrôle ou de main-mise.

Cette influence peut être encore plus considérable, quand les fonds sont prêtés à des états, villes ou grandes compagnies de chemins de fer, de travaux publics, etc. Elle permet aux capitalistes une ingérence dans la direction de ces grosses affaires et les mettent en quelque sorte sous leur domination.

Ces émissions peuvent être l'occasion pour un gouvernement de jouer un rôle diplomatique important : les besoins financiers de ces états ou compagnies sont un moyen très efficace d'obtenir pour ses nationaux des privilèges de toutes sortes. Ainsi, par exemple, les emprunts ottomans ont permis à la France de mettre la main sur les administrations financières de la Turquie. Nous verrons plus loin

qu'ils ont aussi servi de prétexte à demander à la Porte des garanties de sécurité pour la Tunisie.

Ces avantages ne sont pas toujours sans contrepartie. L'exemple des emprunts ottomans le prouve. La tentation peut être forte pour un pays qui a des excédents de capitaux de s'assurer une prépondérance financière et économique sur les pays qui ont besoin d'argent. Mais c'est un service trop important pour que l'emploi des fonds ne mérite pas d'être surveillé. Quand l'État emprunteur est en bonnes relations diplomatiques avec le pays dont le marché est sollicité, les capitalistes peuvent se contenter d'examiner la solidité financière de l'emprunteur.

S'il existe, au contraire entre les deux pays des sources même éventuelles de conflit, ou si l'attitude politique de l'emprunteur est douteuse, il est à redouter que les fonds de l'emprunt ne soient employés à des dépenses dirigées contre le pays qui a prêté.

Les conditions d'affectations de l'emprunt méritent donc un sérieux examen, et l'utilisation pacifique des fonds devra être non seulement affirmée, mais solidement garantie.

A cet égard, la guerre actuelle a montré l'importance et les dangers d'une aide financière accordée à des pays hostiles ou douteux, et ce danger est d'autant plus grave qu'il ne sera pas toujours apparent. D'une part, les relations des deux pays peuvent présenter une apparence de cordialité ou d'indifférence et les causes de conflit n'être qu'éventuelles; ou le pays emprunteur dissimule soigneusement la

véritable attitude qu'il se propose de prendre au cours d'un conflit.

D'un autre côté, l'affectation des fonds d'un emprunt à des dépenses purement militaires n'est pas seule à redouter. Dans la guerre moderne où toutes les forces vives des belligérants concourent à la lutte, tout ce qui concourt au développement d'un pays menace la sûreté de ses voisins. Les voies de communication même non stratégiques, en assurant le transport des troupes et le ravitaillement militaire et civil, jouent un rôle de premier plan dont la guerre actuelle fait tous les jours ressortir l'importance. Le charbon, le fer, les produits chimiques servent à la fabrication des munitions. L'agriculture assure le ravitaillement de l'armée et de la population civile. Tout concours financier qui permet à un pays de perfectionner son outillage ou d'accroître sa production assure son indépendance en temps de guerre, et lui donne le moyen, en vivant sur ses propres ressources, d'en supporter la charge plus longtemps. Un emprunt, fait à un état étranger ou à une grande compagnie risque donc de donner des armes à un adversaire éventuel, et il enlève du même coup aux entreprises nationales un concours précieux susceptible d'accroître les forces vives du pays.

CHAPITRE II

POLITIQUE A SUIVRE PAR LES ÉTATS. INTERDICTION ; RÉGLEMENTATION ; PROCÉDÉS POSSIBLES.

En présence des profits et des dangers que peuvent présenter pour l'épargne et pour la collectivité les placements en valeurs étrangères on peut se demander si le gouvernement n'a pas un rôle à jouer en cette matière, et dans quel sens doit s'exercer son intervention.

Ainsi posé, le problème du protectionnisme des capitaux dépasse singulièrement la question d'intervention en matière de placements en valeurs étrangères.

Ces placements en valeurs sont, en effet, loin d'être les seules sources d'exportation des capitaux français. Les achats de propriétés immobilières, de fonds de commerce à l'étranger, les prêts hypothécaires ou chirographaires consentis à des étrangers, les associations financières, participations, commandites, conclues directement dans un pays étranger : voilà d'autres causes d'évasions des capitaux français à l'étranger.

Leur importance est d'ailleurs assez difficile à déterminer et quelque peu précises qu'elles soient, les statistiques relatives aux valeurs mobilières sont encore les plus voisines de la vérité.

Il convient d'ajouter que si la campagne protectionniste se limite aux valeurs mobilières, la proportion considérable de ces placements dans l'ensemble des capitaux exportés suffirait, en dehors de beaucoup d'autres raisons, à justifier sa portée limitée.

Il faut faire encore une remarque à cet égard. Si la statistique du portefeuille français en valeurs étrangères est assez exacte pour les fonds d'État, elle ne fournit que des données incomplètes pour les actions et obligations de sociétés. Cela tient à ce que la statistique se sert, pour classer les valeurs en françaises et en étrangères, du criterium légal de leur nationalité. Or beaucoup de sociétés, qui ont pour objet l'exploitation de commerces ou d'industries à l'étranger, se placent sous la législation française; c'est le cas pour un assez grand nombre de sociétés de crédit foncier, particulièrement en République Argentine : elles ont la nationalité française. Les titres sont classés comme français. Cette physionomie ne répond pas toujours à la réalité, et la nationalité des sociétés, comme celle des individus, n'est souvent, on l'a bien vu au cours de la guerre actuelle, qu'une arme pour la lutte économique.

Quand on discute le rôle politique et économique des valeurs étrangères, il convient, tout en appréciant l'importance de ces placements, de ne pas perdre de vue la place exacte qu'ils occupent dans l'ensemble des capitaux exportés.

En cette matière, on constate un contraste frappant avec l'état de fait qui existe à l'égard de la circulation des mar-

chandises. Pour celles-ci, presque tous les états pratiquent une politique d'intervention ; c'est le régime de non-intervention qui est adopté d'une façon très générale pour la circulation internationale des capitaux.

La question se pose, d'ailleurs, dans des termes précisément inverses. Pour les marchandises, la politique d'intervention consiste à empêcher les produits étrangers d'entrer ; pour les capitaux, les partisans de l'intervention prétendent entraver la sortie de ces richesses. Tandis que la question d'intervention se pose pour les marchandises, chez tous les peuples, car chaque peuple est à la fois importateur et exportateur, pour les capitaux, elle se pose chez les peuples exportateurs ; car, nous le savons, les peuples se divisent, en ce qui concerne les capitaux, en peuples importateurs et en peuples exportateurs. Tandis que la circulation des marchandises d'un pays aux autres se produit dans les deux sens, la circulation des capitaux d'un pays à un autre ne se produit que dans un sens.

Naturellement, l'État importateur de capitaux ne sera pas tenté d'entraver l'entrée d'une richesse destinée au développement économique général. C'est dans le pays exportateur que le problème d'intervention se pose.

Un autre motif explique l'absence dans la plupart des états d'une politique d'intervention, c'est qu'on ne trouve pas, en matière de valeurs mobilières, la même organisation d'intérêts qu'en matière de marchandises. Les syndicats agricoles et industriels groupent les intérêts des producteurs et leur donnent la puissance d'inspirer et

d'exiger des mesures de protection. Pour les capitaux, aucune organisation semblable n'existe entre les épargnants.

Et d'ailleurs, ils sont loin de réclamer des mesures protectrices. L'exclusion du marché des valeurs mobilières étrangères, les mesures de restriction que l'État pourrait prendre à leur égard ne pourraient que leur nuire, en leur interdisant des occasions de placements avantageux.

C'est donc au nom de l'intérêt national, en opposition avec l'intérêt individuel, que des mesures restrictives pourraient être proposées. Quant aux capitalistes, ils auraient surtout besoin d'être protégés contre eux-mêmes, contre les placements dont le rendement annuel les empêche de voir le caractère aventureux.

Il faut éviter de prononcer sur les placements étrangers un jugement trop rapide et trop absolu. Leurs avantages et leurs inconvénients sont les uns et les autres assez sérieux pour qu'il faille se garder de les condamner ou de les encourager par une formule absolue.

D'une part, au capitaliste, ils offrent un placement plus rémunérateur et qui, par la division, l'assure contre les risques. Ces avantages risquent de se trouver compromis par la perte même du capital, si l'entreprise n'était pas solide, ce que le prêteur n'est pas toujours à même d'apprécier.

La collectivité trouve dans le portefeuille des valeurs étrangères détenu par ses nationaux une cause de suprématie politique et économique sur l'étranger, un élémen-

d'orientation favorable de la situation monétaire, un véritable trésor de guerre en cas de conflit armé. Mais elle risque de fournir des armes à ses rivaux en contribuant à leur développement militaire et économique, et elle enlève à la production nationale un élément de vigoureuse impulsion.

A la question : les placements en valeurs mobilières doivent-ils être condamnés ou approuvés? on ne peut donc répondre par un oui ou par un non catégorique et absolu. La réponse est une question de mesure, et elle doit varier suivant le pays prêteur et suivant la valeur émise sur le marché.

D'abord, la situation des pays est extrêmement diverse. Les uns ont besoin des capitaux étrangers : ce sont les pays neufs, en pleine évolution économique, et les pays qui ont à se remettre d'un violent cataclysme tel qu'une guerre. Les capitaux étant recherchés et trouvant un facile emploi dans les entreprises nationales, les épargnants du pays n'auront pas à rechercher les placements à l'étranger, et d'ailleurs n'y seront pas incités puisqu'ils trouvent dans le pays même un revenu rémunérateur.

Dans les vieux pays dont l'outillage est complet et n'a besoin que d'être maintenu au courant, la puissance de l'épargne est beaucoup plus considérable et le besoin des capitaux est moins grand. Les capitaux en excédent sur les besoins nationaux trouvent un emploi naturel à l'étranger. On ne peut condamner cette orientation avantageuse pour

le rentier et qui évite à la collectivité nationale l'engorgement des capitaux.

C'est d'ailleurs surtout, une question de mesure. Dans les pays exportateurs de capitaux, la puissance d'épargne et les besoins nationaux de capitaux ne suivent pas exactement partout la même progression, ne se trouvent pas partout dans la même proportion. Plus l'écart entre ces deux chiffres sera élevé, plus le portefeuille étranger tendra à s'accroître. Aucune limite absolue ne peut être fixée.

La fortune totale de la France, à la veille de la guerre, pouvait être évaluée à environ 275 milliards. Le portefeuille étranger en représentait environ les 15 0/0.

Le chiffre de la fortune anglaise est plus élevé : en 1910, d'après les évaluations de Sir Paish Georges, sa fortune totale mobilière et immobilière s'élevait à 450 milliards, dont 80 milliards représentaient son portefeuille étranger soit 18 0/0 de sa fortune totale.

Quant à l'Allemagne, d'après les évaluations d'Hellferich, sa fortune totale atteignait, vers 1910, environ 332 milliards. Son portefeuille de valeurs étrangères était assez faible : 25 à 30 milliards de marks, soit à peine 10 0/0 seulement.

D'après ces statistiques, la France se trouve au second rang pour la proportion du portefeuille étranger dans l'ensemble de la fortune nationale. La proportion ne semble donc pas anormale et inquiétante.

Il y aurait lieu d'ailleurs, comme nous l'avons dit, pour apprécier l'importance de l'exportation des capitaux, d'ajouter aux chiffres donnés par les statistiques des valeurs

mobilières, le montant des capitaux placés directement à l'étranger dans des biens-fonds, prêts hypothécaires ou chirographaires, commandites ou participations diverses dans des entreprises ou des sociétés.

La question des placements étrangers ne doit pas se résoudre seulement d'après la situation du pays prêteur au point de vue de l'épargne et de la demande nationale de capitaux. Elle doit être envisagée également eu égard à la situation de l'emprunteur. D'une part, les relations diplomatiques des deux pays permettront de juger du danger éventuel d'un concours financier au point de vue militaire, stratégique ou même économique général.

D'autre part, le rendement plus rémunérateur si tentant pour les capitalistes, risque d'être obtenu au détriment de la sécurité du capital. La valeur des placements étrangers ne dépend pas seulement de considérations théoriques : elle doit être examinée pour chaque valeur particulière. Et malheureusement, les placements en valeurs étrangères offrent d'assez fréquents exemples de solidité médiocre, pour que l'on voie là un danger qui se rattache à leur nature même et pour que la question de protection du capitaliste mérite d'être posée en termes généraux. D'après M. Neymarck, parmi les fonds placés à l'étranger, les fonds prêtés à l'Argentine, au Brésil et au Mexique tenaient, en 1911, une place considérable, 4 à 5 milliards, et plus encore en 1913, 6 ou 7 milliards. Or, ces trois États ont quelque peine à assurer le paiement de leurs dettes. Le choix adopté par

l'épargne française est donc parfois regrettable et il n'est pas toujours conforme à ses intérêts.

La politique d'un État à cet égard doit donc être dictée, non par des principes absolus, mais par des considérations d'opportunité. Elle dépend de sa situation au point de vue de l'épargne, de l'état de l'outillage national, de sa situation au point de vue de la balance des comptes. Elle dépend en outre de ses relations actuelles ou éventuelles avec le pays emprunteur, de la nature de la solidité de la valeur.

Il faut d'ailleurs distinguer nettement le rôle politique et le rôle économique du gouvernement à cet égard.

Au point de vue politique, un gouvernement a absolument le droit d'opposer son veto à l'émission, dans son pays, de valeurs destinées à des ennemis ou à un usage contraire à l'intérêt du pays; tels, par exemple, les emprunts autrichiens et bulgares, qui ont été employés à armer les ennemis de la France. D'ailleurs, des nations dont l'amitié semblait acquise s'efforcent aujourd'hui de tourner contre les troupes françaises les armes forgées avec les capitaux empruntés à la France. La conduite d'un gouvernement à cet égard est donc absolument justifiée. En France, les ministres des finances et des affaires étrangères ont droit de refuser ou d'empêcher l'admission à la cote officielle des emprunts d'États étrangers qui demandent cette admission; et alors, la Chambre Syndicale des Agents de change ne doit pas laisser porter ces valeurs là à la cote. Assurément, les simples particuliers peuvent y souscrire sur les Bourses étrangères. Il n'y en a pas moins là un avertissement

préalable et une difficulté suffisante en résulte pour que la souscription ne soit pas efficace. Tous les épargnants français sont prévenus d'éviter de placer leurs disponibilités dans cette émission, et les États emprunteurs ne pourront pas aisément se procurer des fonds parmi les Français. Le gouvernement français est également fondé à refuser l'admission des emprunts étrangers à la cote, quand il s'agit de réserver, pour les emprunts nationaux, l'épargne et les fonds disponibles du pays; c'est ce qu'a fait le gouvernement au commencement de 1915 en vue de réserver impérieusement l'argent disponible à la souscription des emprunts nationaux. Bien entendu, la France a suivi cette politique, mais elle a pris quelquefois des ennemis pour des amis et réciproquement.

Cette politique a été aussi employée par l'Allemagne très rigoureusement depuis le début de la guerre. Toutes les émissions autres que celles des emprunts du gouvernement sont rigoureusement interdites sur le marché allemand, qui est ainsi fermé aux émissions des sociétés et même des États particuliers et des Communes allemandes. Toute l'épargne disponible se trouve ainsi réservée systématiquement à la conduite des hostilités depuis leur début (1).

Au point de vue économique l'interdiction absolue ne se justifie plus. Les services rendus par les placements étrangers sont incontestables au point de vue national. Il faut simplement observer une certaine mesure, mais qu'on ne peut fixer arbitrairement par des chiffres précis. Or, il est

(1) M. Rist, à son cours, 1916-1917.

absolument impossible à un gouvernement de juger si, au point de vue économique, tel placement en valeurs étrangères est opportun ou non. Il ne pourrait trancher la question des valeurs à choisir que d'une manière arbitraire ou intéressée. Il y aura toujours des intérêts qui s'opposeront à l'émission d'une valeur à la cote, pour des motifs absolument étrangers à l'intérêt national, par exemple pour des motifs de rivalités d'industries. En pareil cas, le gouvernement aurait tort de prendre parti. M. Rist (1) cite un exemple du danger que présente une semblable intervention.

L'efficacité d'une interdiction de placements étrangers est d'ailleurs très douteuse. La mobilité des capitaux, l'existence d'un marché international donneront aux capitalistes toute facilité d'acheter la valeur prohibée sur n'importe quelle Bourse étrangère.

Si l'intervention directe du gouvernement, sous forme d'interdiction de valeurs étrangères, paraît à la fois inopportune et inefficace, est-ce à dire que le gouvernement n'ait pas de rôle à jouer en cette matière, et qu'il ne puisse, par des mesures appropriées, diriger indirectement un

(1) Vers 1909, la corporation américaine de l'acier a voulu placer une partie de ses obligations en France. Sur l'intervention de la Fédération des industriels et des commerçants français, l'admission de ces valeurs américaines à la cote a été refusée, par suite du désir de l'industrie métallurgique nationale de réserver l'épargne française pour ses propres émissions. Or, si la France possédait aujourd'hui plus de valeurs américaines, cela lui rendrait de bien plus grands services pour la conduite de la guerre : la fédération des industriels et des commerçants a donc desservi par là la cause nationale.

mouvement de placements qui met en jeu des intérêts collectifs aussi puissants? La protection des marchandises nationales ne s'effectue pas uniquement par des prohibitions. Elle emploie principalement des procédés indirects, dont le but est d'ailleurs avoué.

Pour les capitaux, où la méthode d'interdiction n'est guère possible, puisqu'on ne peut arrêter les capitaux à la frontière, comme on arrête les marchandises, l'emploi de méthodes indirectes n'est-il pas justifié et efficace?

Indépendamment même d'un but prohibitif, une réglementation positive ne peut-elle suffire à sauvegarder les intérêts de la collectivité et des particuliers, en permettant au moins à l'épargne nationale de s'assurer de la solidité et du caractère pacifique de ses placements?

La politique d'un gouvernement peut revêtir, à cet égard, les formes suivantes, séparées ou réunies :

1^o Mesures fiscales;

2^o Mesures destinées à assurer la publicité des émissions; restrictions des pouvoirs des Banques;

3^o Réglementation de l'admission à la cote.

Pour être complet, nous examinerons successivement ces trois procédés, mais comme le titre même de notre travail en limite l'étendue à l'introduction des valeurs à la Bourse, nous insisterons beaucoup plus longuement sur l'admission à la cote, à laquelle nous consacrerons toute notre seconde partie.

CHAPITRE III

POLITIQUE FISCALE.

Le régime fiscal de valeurs mobilières peut avoir pour résultat, voulu ou non, d'orienter l'épargne vers telle ou telle direction.

En ce qui concerne les valeurs étrangères, la législation fiscale repose sur la distinction des valeurs abonnées et des valeurs non abonnées.

Les valeurs autres que les fonds d'État sont soumises, pour leurs titres qui sont l'objet d'émission, exposition en vente, mise en souscription ou introduction sur le marché français, à 3 taxes :

1° Droits de timbre de 0,06 0/0 de la valeur nominale;

2° Droit de transmission de 0,25 0/0 de la valeur négociable;

3° Impôt de 6 0/0 sur le revenu.

Ces taxes sont annuelles, même le droit de transmission, à la différence de celui qui frappe les titres nominatifs français, qui est perçu au moment de la mutation.

La difficulté que présentent les valeurs étrangères, au point de vue fiscal, consiste pour le Trésor à savoir combien il circule de titres de cette nature en France,

puisque seuls ceux qui circulent en France peuvent y être assujettis à l'impôt. La quotité de la taxe est déterminée et son acquittement assuré par le système de l'abonnement. Voici en quoi il consiste :

Préalablement, aux opérations d'émission, exposition en vente, mise en souscription ou introduction sur le marché français, la société doit contracter envers l'administration du timbre l'engagement de les acquitter annuellement, ainsi que les amendes auxquelles elle peut être éventuellement condamnée, et cela pendant toute la durée des obligations ou de la société s'il s'agit d'actions.

Elle doit désigner, à l'agrément de l'administration de l'enregistrement, un représentant responsable, domicilié en France, qui s'engage à acquitter ces taxes, avec faculté de dénoncer son engagement à l'expiration de chaque période triennale, avec préavis de six mois. Le représentant responsable peut être remplacé par un cautionnement en espèces, déposé à la Caisse des dépôts et consignations.

Aussitôt l'abonnement obtenu, la première négociation ou souscription sert de point de départ à la première période de trois ans. Une commission spéciale, nommée par le Ministre des finances, fixe ensuite la quotité imposable qui sera appliquée pendant ces trois ans, c'est-à-dire le nombre des titres qu'elle présume circuler en France sur ceux qui sont abonnés.

Cette quotité est déterminée d'après certaines données : nombre de titres émis, nombre de coupons payés en France, nombre d'actions déposées en France pour les

assemblées. Ce sont des données forcément assez vagues. La quotité imposable peut être révisée tous les trois ans, Elle ne peut être inférieure à 1/10 des titres abonnés, pour les actions, à 2/10 pour les obligations.

Ces taxes sont dues seulement sur les titres qui font l'objet d'émission, exposition en vente, mise en souscription ou introduction sur le marché français. Seules les valeurs abonnées peuvent être inscrites à la cote officielle de la Bourse ; c'est là l'intérêt considérable de l'abonnement.

Les sociétés qui ne recherchent pas pour leurs titres la cote officielle peuvent se dispenser de l'abonnement. Ce n'est pas à dire que ces titres seront exempts d'impôts :

1° Aucune valeur étrangère non abonnée ne peut faire l'objet d'une convention en France sans payer le droit de timbre au comptant, de 2 ou 3 0/0 de la valeur nominale, suivant les cas. Les titres ne peuvent être remis aux souscripteurs que revêtus préalablement du timbre. C'est une sorte de passeport délivré à cette valeur.

2° Toutes les fois que le coupon d'une de ces valeurs est touché en France, l'impôt de 6 0/0 sur le revenu est prélevé sur ce coupon ; dans les trois mois de l'année qui suit l'encaissement à l'étranger, le porteur français doit déclarer à l'administration de l'enregistrement les coupons encaissés par lui à l'étranger et verser au trésor la somme correspondant à l'impôt. Ce régime est applicable aux fonds d'État étrangers. De plus l'abonnement n'est pas exigé pour leurs titres, alors même qu'ils sont admis à la cote.

Le système de l'abonnement présente pour les sociétés étrangères de graves inconvénients.

D'une part, le montant de la charge fiscale est inconnue au moment où elles s'engagent à l'acquitter : la quotité imposable n'est, en effet, déterminée que postérieurement à l'abonnement et elle est susceptible de varier tous les trois ans, sans préjudice de la faculté pour le pouvoir législatif d'élever le taux de l'impôt, comme il l'a fait en portant le droit de transmission de 0.20 à 0.25 0/0 et l'impôt sur le revenu de 4 à 6 0/0.

D'autre part, comme il est impossible de récupérer les taxes sur les porteurs français, elles restent à la charge de la société, et retombent en définitive sur les actionnaires étrangers, déjà tenus des charges fiscales dans leur pays.

Le résultat du système de l'abonnement est de détourner les sociétés étrangères du marché français. Elles hésitent, en effet, à s'engager d'avance à supporter une charge fiscale inconnue et susceptible de s'aggraver sans limites. La cote officielle leur est ainsi fermée. Les capitaux de l'épargne française sont ainsi privés d'un débouché important et de placements offrant de sérieuses garanties, tels que les emprunts des villes ou des grandes compagnies étrangères, ou bien ils sont obligés d'aller chercher ces titres sur les marchés étrangers.

Seules les sociétés de second ordre, qui ne se soucient pas de tenir leurs engagements, n'hésitent pas à s'abonner. Peu leur importe de ne pas connaître à l'avance l'étendue de leurs obligations envers le fisc. Les capitaux français

sont donc sollicités surtout par des valeurs médiocres; une fois l'émission faite, l'admission à la cote est refusée, et les porteurs, ne pouvant réaliser qu'avec peine, sont obligés de conserver en main des titres de valeur douteuse.

A côté de ces sociétés, l'exemption du système de l'abonnement constitue en faveur des fonds d'États étrangers un avantage de nature à augmenter leur clientèle française, déjà tentée, grâce à son tempérament, par un placement qui leur paraît solide et facile à surveiller. Des réserves peuvent cependant être faites au sujet de cet engouement pour les fonds d'État, qui écarte les épargnants de placements industriels tout aussi solides et plus rémunérateurs et les poussent à prêter de l'argent à des États qui pourront un jour se retourner contre leur pays ou cesser leurs paiements.

A cet égard, la législation fiscale des valeurs étrangères, telle que nous l'avons exposée, constitue à un double point de vue un progrès sensible sur le régime antérieur.

D'une part, les valeurs mobilières étrangères ont été frappées d'un impôt sur le revenu plus lourd que les valeurs françaises qui ne paient que 5 0/0, au lieu de 6 0/0, tandis qu'auparavant, c'était l'égalité complète. Ce traitement plus rigoureux des valeurs étrangères peut être considéré comme une mesure de protection destinée à retenir en France les capitaux français.

Ce taux de 6 0/0 a été étendu aux fonds d'État étrangers. A leur égard, l'innovation est encore plus importante. En effet, ils n'étaient assujettis qu'à la taxe unique sur le timbre et exonérés du droit de transmission et de l'impôt sur le

revenu. On comprend que, sous ce régime de faveur, l'épargne française s'évadait dans de grandes proportions à l'étranger. L'admission des fonds d'État étrangers à la cote officielle de la Bourse de Paris rendait facile cet exode. Il ne se produisait pas seulement au détriment des valeurs de villes ou sociétés étrangères : le portefeuille étranger se composait pour les $\frac{3}{5}$ de fonds d'État. Ce qui était plus grave, c'est que les fonds d'États étrangers bénéficiaient d'un régime de faveur, même à l'égard des valeurs françaises. C'était vraiment encourager trop vivement les placements en fonds d'État chers à l'épargne française. La réforme était ici plus nécessaire encore que pour les valeurs déjà atteintes par l'impôt sur le revenu. Il fallait non seulement atténuer l'exode des capitaux français vers l'étranger, mais même cesser de l'encourager.

Quelque critiquable que soit le système de l'abonnement, il convient de signaler les mérites qu'il possède et qui lui permettent d'exercer une certaine influence sur l'assainissement du marché français.

En dehors de l'avantage qu'il confère au capitaliste de toucher des coupons payables nets d'impôts français en France ou de les encaisser intégralement à l'étranger, il offre à l'État français une garantie du paiement des taxes. Or, pour que cette garantie soit sérieuse, il faut que l'administration de l'enregistrement procède à un double examen : 1° de la valeur des signatures apposées sur l'engagement d'abonnement ; 2° des documents justifiant l'existence des titres. Si ce contrôle est sommaire, l'intérêt même de l'ad-

ministration qui l'exerce atteste qu'il sera effectif et sérieux. Moins approfondi que celui qui précède l'admission à la cote, il a l'avantage de venir plus tôt, et de précéder toute opération de placement des titres en France; à cet égard, il constitue un mode de protection de l'épargne dont l'efficacité n'est pas négligeable.

D'autre part, la société doit faire agréer par l'administration de l'enregistrement, pour les titres abonnés, un représentant responsable de solvabilité notoire. Il est à présumer que ce représentant ne s'engagera pas sans s'assurer de l'efficacité du recours qu'il aura à exercer contre la société. Cette sorte de caution morale pour l'épargne serait un obstacle préventif très sérieux à l'introduction de mauvais titres, si le nom de ce représentant était soumis à publication et si la durée de son engagement était élevée de 3 à 6 ans.

CHAPITRE IV

RÉGLEMENTATION DES ÉMISSIONS

Les mesures d'ordre fiscal ont pour but de sauvegarder les intérêts du Trésor et peuvent aussi, dans une certaine mesure, être considérées comme des procédés protectionnistes destinés à restreindre l'exportation des capitaux nationaux.

L'examen contentieux qui précède l'abonnement est très sommaire, et d'ailleurs l'abonnement n'est pas imposé aux fonds d'Etat, ni aux sociétés qui ne recherchent pas la cote.

D'autre part, l'admission à la cote suppose les valeurs déjà émises et ses formalités ne protègent que l'acquéreur par voie d'achat en bourse. Les capitalistes de la première heure, ceux qui souscrivent à l'émission sont ceux qui méritent le plus d'être sauvegardés, car le moment de l'émission est celui de la plus grande incertitude et le souscripteur n'a pas encore la garantie minima de valeur que peuvent donner au titre l'existence et le chiffre d'un cours.

Comment la défense des intérêts de l'épargne est-elle assurée au moment de l'émission?

L'idée qui domine est de réaliser la publicité la plus complète, afin de faire connaître au souscripteur éventuel les conditions dans lesquelles il va s'engager.

Un premier pas dans cette voie a été fait par l'incorporation dans la loi de finances du 30 janvier 1907, d'une série de dispositions, contenues dans l'article 3 et inspirées du projet de loi sur les sociétés, déposé à la Chambre des députés le 18 juin 1906.

Cet article est ainsi conçu :

« L'émission, l'exposition, la mise en vente en France, l'introduction sur le marché en France d'actions, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, de sociétés françaises ou étrangères, seront, en ce qui concerne ceux de ces titres offerts au public, à partir du 1^{er} mars 1907, assujettis aux formalités ci-après : préalablement à toute mesure de publicité, les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs devront faire insérer dans un *Bulletin annexe* au *Journal Officiel* dont la forme sera déterminée par décret, une notice contenant les énonciations suivantes :

- 1° La dénomination de la société ou la raison sociale ;
- 2° L'indication de la législation, française ou étrangère, sous le régime de laquelle fonctionne la société ;
- 3° Le siège social ;
- 4° L'objet de l'entreprise ;
- 5° La durée de la société ;
- 6° Le montant du capital social, le taux de chaque catégorie d'actions et le capital non libéré ;
- 7° Le dernier bilan certifié pour copie conforme ou la mention qu'il n'en a pas été dressé encore ».

Doivent être également indiqués : le montant des obli-

gations déjà émises par la société avec énumération des garanties qui y sont attachées; les avantages stipulés au profit des fondateurs et des administrateurs, du gérant et de toute autre personne; les apports en nature et leur mode de rémunération.

La notice doit être revêtue de la signature et de l'adresse des émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs.

Les affiches, prospectus et circulaires doivent reproduire les énonciations de la notice et contenir mention de l'insertion de la dite notice au *Bulletin annexe* au *Journal Officiel* avec référence au numéro dans lequel elle a été publiée.

Ces dispositions s'appliquent à toutes les sociétés françaises ou étrangères. Ces dernières sont, en outre, soumises à des prescriptions spéciales.

« Toute société étrangère qui procède en France à une émission publique, à une exposition, à une mise en vente ou à une introduction d'actions, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, sera tenue, en outre, de publier intégralement ses statuts en langue française au même *Bulletin annexe* au *Journal Officiel* et avant tout placement de titres. »

Cette loi a permis d'éclairer le public avant la souscription, d'établir plus nettement la responsabilité de l'émetteur en cas de fausse énonciation et d'atteindre plus sûrement les auteurs de manœuvres destinées à induire le public en erreur.

Elle est cependant insuffisante à plusieurs points de vue.

D'une part, elle ne parle que des titres des sociétés, elle néglige entièrement les titres d'emprunts d'états, provinces, villes... et la pratique fournit des exemples nombreux du caractère dangereux de ces titres pour les capitalistes.

D'un autre côté, elle stipule que les publications devront être faites « préalablement à toute mesure de publicité ». Elle s'avoue par là inopérante lorsque l'émission, l'exposition, la mise en vente, s'effectuent sans publicité, par lettres ou verbalement.

Enfin, la publicité qu'elle institue est loin de donner au public des garanties de quelque valeur. « Ce paquet d'énonciations jetées dans la loi pêle-mêle, écrit M. Thaller (1), est vraiment insuffisant en tant que protection donnée à l'épargne ».

Les mentions à insérer dans la notice sont d'une extrême banalité. Guidés par la législation du prospectus obligatoire qui existait en Angleterre, en Belgique, en Allemagne les auteurs de l'article 3 se sont montrés trop timides.

En Angleterre, l'act de 1900, art. 10, prescrit la publication des contrats passés par les fondateurs de la société pour l'acquisition du matériel ou pour l'exécution des travaux d'établissement. La loi devrait exiger en outre la publication des renseignements de fait permettant au public de se faire une opinion sur la valeur de l'entreprise, (richesse de telle mine, rapport des ingénieurs, moyens de transport, etc.).

En Allemagne, le prospectus qui doit être déposé aux

(1) Thaller : *Annales de droit commercial*, 1911, p. 88.

Bourses, d'après le § 38 de la loi sur les Bourses de 1896, préalablement à l'introduction de la valeur, doit contenir toutes les indications essentielles de nature à éclairer le public.

La loi de 1907 est encore insuffisante par son silence sur les responsabilités qu'encourent les auteurs d'énonciations inexactes.

En troisième lieu, la notice présente un caractère unilatéral, les affirmations de l'introducteur ne sont approuvées ni contrôlées par personne. La notice ne devrait-elle pas être apostillée, homologuée par une autorité? (1).

La loi allemande des Bourses confie ce contrôle à une commission spéciale représentant la direction de la Bourse (§ 36 et 38). La différence de régime des Bourses et l'existence en France d'un marché libre ne permettent pas de préconiser ce système. Mais on pourrait adopter le système anglais : la valeur ne peut aborder le marché qu'après examen de la notice par les chartered accountants, qui pourraient être remplacés par un groupe d'experts nommés par le tribunal de commerce.

D'autre part, cette publicité risque de présenter un inconvénient : c'est de donner aux titres, aux yeux du public, une sorte d'authenticité administrative.

A cet égard, on a critiqué le titre de *Bulletin annexe* au *Journal officiel* donné au Bulletin destiné à recevoir les insertions. Les esprits mal intentionnés pouvaient mettre

(1) Thaller, *loc. cit.*

à profit l'authenticité qu'une insertion officielle semblait aux yeux des naïfs conférer aux titres.

Le décret du 3 février 1912 a donné satisfaction à cette critique en changeant le titre qu'avait adopté le décret du 27 février 1907 en celui de *Bulletin des annonces légales*, à la charge des sociétés financières. En outre, le *Bulletin* nouveau mentionne « que l'État n'est en aucune façon garant des insertions ».

L'insuffisance de l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907, a déterminé le Ministre des finances à constituer, le 9 février 1912, une commission extraparlamentaire chargée de rechercher les réformes à apporter à la législation sur la publicité des émissions financières. Les travaux de cette commission ont abouti à la rédaction d'un projet de loi déposé par le Ministre des finances à la Chambre des députés, le 5 novembre 1912.

Ce projet complète et renforce les prescriptions de l'article 3 de la loi de 1907, dont les dispositions ont toutes été incorporées dans la loi nouvelle.

L'article premier comble deux lacunes déjà signalées. Il étend l'application de la loi aux titres d'emprunts des corporations, villes et états étrangers. A la liste des opérations assujetties à la loi, dont le sens trop précis risquait d'en limiter l'application, il ajoute un mot plus général : l'offre.

Les énonciations à fournir sont beaucoup plus nombreuses et détaillées que dans la loi de 1907. Doivent désormais être indiqués :

1° Les dates de l'acte de société et de tous actes modificatifs, la date à laquelle elle prendra fin;

2° Les dispositions relatives à la composition des assemblées générales. Elles permettront aux acheteurs ou souscripteurs de connaître leurs droits sur la gestion de la société. Il est malheureusement à craindre que l'exercice de ces prérogatives, déjà bien négligé en France, ne le soit encore davantage avec l'obstacle de la distance.

3° « Les noms, prénoms, nationalité, qualité, domicile et adresse des membres des conseils d'administration et de surveillance, ainsi que des commissaires des comptes, censeurs ou autres personnes chargées, par l'assemblée des actionnaires d'exercer un contrôle sur la gestion financière de la société. »

4° « Les noms, prénoms, nationalité, domicile et adresse des personnes qui ont fait des apports en nature, la consistance et le mode de rémunération de ces apports, les charges hypothécaires ou autres qui les grèvent et les mutations à titres onéreux dont ils ont été l'objet pendant les cinq dernières années, ainsi que les conditions auxquelles ces mutations ont été faites ». Ces précisions sont destinées à permettre au public de constater s'il y a eu simulation ou exagération des apports. Malheureusement les vérifications seront bien difficiles et les sociétés véreuses multiplieront les complications, notamment les mutations, pour décourager les recherches. Les bonnes sociétés se plieront avec peine à un étalage de leurs antécédents contraire à leur dignité.

5° Le montant du capital social avec l'indication, par catégorie, du nombre, de la valeur nominale et de la quotité libérée des actions ou parts qui le composent, le montant du capital souscrit, le montant du capital effectivement versé.

6° En ce qui concerne les dettes des sociétés, l'indication exigée par la loi de 1907, du « montant des obligations qui auraient déjà été émises par la société avec énumération des garanties qui y sont attachées », n'a pas paru assez explicite. Dans le projet de 1912, il faut en outre mentionner dans la notice : l'intérêt de ces emprunts obligataires, les dates des actes constitutifs des garanties qui y sont attachées, le tableau des amortissements effectués et de ceux restant à effectuer.

De plus, ces énonciations doivent désormais être fournies non seulement sur les emprunts obligataires antérieurs, mais sur « les emprunts antérieurs, contractés sous forme d'obligations ou toute autre forme ». Ici encore, les exigences du projet auront peut-être pour résultat d'écarter les sociétés sérieuses du marché français, et les sociétés absolument poussées par le besoin pressant de capitaux accepteront sans doute seules de dévoiler le détail de leurs opérations.

7° Pour les emprunts à émettre, le projet prévoit, en sus des indications déjà requises actuellement, une série de nouvelles indications : « le nombre et la valeur nominale des titres offerts au public, le mode et, s'il y a lieu, le taux de leur rémunération, les garanties qui y sont attachées,

avec la mention des actes qui les auraient constituées, l'époque et les conditions de remboursement. »

Ces indications sont trop naturelles et trop indispensables pour éclairer les prêteurs, pour qu'il y ait lieu d'insister.

8° Enfin, la notice devra contenir « le texte des engagements pris par la société au sujet des taxes tant françaises qu'étrangères auxquelles les titres offerts au public sont ou pourront être ultérieurement soumis. « Le nom du représentant responsable à l'égard de l'administration de l'enregistrement est utile à connaître, et lui-même, avant de s'exposer à voir son nom figurer dans la notice, tiendra sans doute « plus compte de la valeur de la société à cautionner que de celle des garanties fournies par celle-ci pour une période de trois ans »

La notice a donc, dans le projet de 1912, un développement beaucoup plus grand que d'après la loi de 1907. Le public y gagnera à connaître plus en détail, et à retrouver à chaque appel de fonds, le pacte social et notamment les conditions d'administration et de direction de la société. Si on y ajoute la traduction intégrale des statuts, dont la publication, séparée de la notice, est déjà exigée par la loi de 1907, on voit que les dimensions de la notice seront peut-être excessives pour la catégorie de lecteurs auxquels elle est destinée. Dans la notice et les statuts, il y aura forcément des doubles emplois. En exigeant trop de détails, on risque, sous prétexte d'éclairer le public, d'exiger de lui

un effort d'attention et de compréhension dont beaucoup seront sans doute incapables.

Le projet de 1912 étend, nous l'avons vu, la nécessité d'une notice aux emprunts des collectivités. A la faveur d'un traitement fiscal privilégié, les titres de fonds d'État étrangers ou ceux qui leur sont assimilés par le fisc ont afflué sur le marché français. La loi de 1907 n'ayant cherché à atteindre que les sociétés, aucune autre formalité que celle du timbre n'est, jusqu'à présent, imposée à ces titres. Aussi les provinces et États fédéraux de l'Amérique du Sud notamment, ont-ils, par des émissions nombreuses, drainé souvent les capitaux français vers des débouchés dangereux.

D'après l'article 3 du projet, les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs des titres d'emprunt de corporations, villes, provinces, États provinciaux ou fédérés et de toute collectivité publique étrangère autre que les États souverains et indépendants doivent, avant toute mesure de publicité, faire insérer au *Bulletin des annonces légales*, une notice contenant les indications suivantes :

1° Recettes et dépenses du dernier exercice;

2° Montant des dépenses afférentes au service de la dette existante ;

3° Montant et type des emprunts antérieurement contractés et non remboursés, avec la mention de leur objet et, s'il y a lieu, des gages qui y sont attachés ;

4° Le texte de l'acte, quel qu'il soit, qui a sanctionné l'emprunt ;

5° Les garanties spéciales de l'emprunt avec extrait de l'acte qui les a constituées ou la déclaration que l'emprunt est gagé sur les ressources générales de la collectivité emprunteuse;

6° La mention que l'emprunt est autorisé ou non autorisé, garanti ou non garanti par l'État souverain dont relève la collectivité qui emprunte et, dans l'affirmative, le texte de l'acte qui a autorisé ou garanti cet emprunt. S'il n'y a pas autorisation, la notice doit indiquer que la législation de l'État souverain n'exige pas cette autorisation ;

7° Le nombre, la valeur nominale des titres offerts au public, le taux de l'intérêt qui y est attaché, les garanties spéciales de l'emprunt avec extrait de l'acte qui les a constituées ou la déclaration que l'emprunt est gagé sur les ressources générales de la collectivité emprunteuse, l'époque et les conditions de remboursement ;

8° Le texte des engagements pris par la collectivité emprunteuse au sujet des taxes, tant françaises qu'étrangères auxquelles les titres offerts au public sont ou pourront être ultérieurement soumis.

Quant aux titres d'emprunt des États étrangers souverains et indépendants, les auteurs du projet se sont efforcés de ménager les susceptibilités des emprunteurs. L'article 4 astreint seulement les émetteurs à publier le texte de l'acte, quel qu'il soit, qui a sanctionné l'emprunt, le nombre, la valeur nominale des titres offerts au public, le taux de l'intérêt et, s'il y a lieu, les garanties qui y sont attachées, l'époque et les conditions de remboursement et enfin, la

situation actuelle et future des titres au point de vue des impôts français et étrangers. Il eut été difficile de se montrer aussi exigeant que l'article 3.

L'article 5 prévoit les modifications qui pourraient être apportées, notamment dans les garanties du titre, entre la publication de la notice et l'émission. Une notice complémentaire ou rectificative devra, dans ce cas, être insérée avant toute autre mesure de publicité, au *Bulletin des annonces légales*.

Dans la loi de 1907, l'authenticité des diverses énonciations de la notice n'est assurée que par la signature des émetteurs et la mention de leur adresse en France. Ces dispositions insuffisantes sont renforcées par le projet 1912. La signature des émetteurs doit être précédée d'une attestation de sincérité de la notice ; à la signature doivent être jointes les mentions de leur adresse, domicile et qualités. Quant aux statuts, cette certification doit être renforcée par une affirmation des émetteurs que la traduction est complète, sincère et conforme au texte original. Ces dispositions ont pour but de contraindre les émetteurs à prendre la responsabilité des textes publiés.

Pour que le public fut véritablement éclairé, il ne suffisait évidemment pas d'une insertion dans un *Bulletin*. La loi de 1907 organise une publicité plus complète. D'après l'article 3, « les affiches, prospectus et circulaires devront reproduire les énonciations de la notice et contenir mention de l'insertion de ladite notice au *Bulletin annexe* au *Journal Officiel*, avec référence au numéro dans lequel elle

aura été publiée; en outre, les annonces dans les journaux devront reproduire les mêmes énonciations, ou tout au moins, un extrait de ces énonciations avec référence à la dite notice et indication du numéro du *Bulletin annexe* au *Journal Officiel* dans lequel elle aura été publiée. »

Les affiches, prospectus et circulaires ont en fait une bien plus grande importance que la notice, que presque personne ne va se donner la peine de chercher dans un *Bulletin*. Les lanceurs de circulaires sont les véritables placeurs. La loi de 1907 contenait à cet égard une grosse lacune, en laissant l'anonymat aux affiches, prospectus et circulaires. Qu'importe d'exiger qu'ils reproduisent exactement la notice ou un extrait si, en fait, celui qui la rédige et y ajoute d'autres informations reste inconnu et irresponsable? C'est d'après les prospectus et les circulaires que le public souscrira.

L'article 8 du projet de 1912, en reproduisant les énonciations à insérer dans les affiches, etc., oblige les émetteurs à signer, avec indication de leurs qualités, domicile et adresse, les affiches, prospectus, circulaires et aussi les annonces. Les émetteurs seront également tenus de certifier conformes, de la même manière, les passages des affiches, prospectus ou autres qui seront la reproduction d'une partie de la traduction des statuts. Désormais, il y a identité entre les lanceurs de circulaires et les signataires de la notice. Leur responsabilité civile et pénale rendra plus difficiles les commentaires inexacts ajoutés à la notice.

L'article 9 donne d'ailleurs au public un moyen de contrôler la conformité des prospectus et de l'insertion : « Les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs doivent tenir à la disposition de tout acheteur ou souscripteur qui en fera la demande le ou les numéros du *Bulletin des annonces légales obligatoires à la charge des sociétés financières*, où ont été publiées là ou les notices prévues dans la présente loi. La présente disposition sera affichée ostensiblement dans les locaux où sont acceptées les souscriptions où reçus les versements. »

Il arrive parfois que des émetteurs indécats, pour faciliter le placement des titres, mentionnent dans les prospectus, sans y être autorisés, des maisons ou des banquiers connus, comme guichet, pour recevoir les souscriptions ou faire le service des titres, ou comme administrateur. Les articles 10 et 11 mettront fin à cet abus : toute indication du nom d'un tiers dans les prospectus, etc., devra être appuyé « d'une autorisation spéciale et signée dont mention devra être faite expressément dans les dits écrits. »

Enfin, pour éviter que le public ne soit induit en erreur sur la régularité de l'insertion, on n'attribue pas à cette insertion la valeur d'une estampille officielle, la mention dans les prospectus, etc., de l'insertion devra reproduire le titre complet du *Bulletin* et spécifier que l'insertion a eu lieu en exécution de la loi proposée. Malgré la modification apportée au titre du *Bulletin*, il est possible que les émetteurs mal intentionnés, continuent à exploiter la crédulité du gros public, quant au caractère officiel de l'insertion,

aidés en cela par l'application du régime plus rigoureux proposé pour la notice.

Responsabilité des émetteurs.

Il ne suffisait pas d'imposer aux émetteurs des mesures de publicité de nature à donner au public une physionomie exacte de la valeur à émettre. Il fallait donner des sanctions à ces dispositions et assurer la constatation et la répression des infractions. A côté de la responsabilité pénale des émetteurs, leur responsabilité civile doit être également envisagée.

A. Responsabilité civile.

Pour apprécier la responsabilité civile des émetteurs, il faut distinguer deux procédés suivant lesquels ils sont chargés d'écouler les titres de l'emprunt.

Dans le système de la souscription publique, l'emprunteur fixe lui-même le taux de l'émission et offre directement ses titres au public. Des banques servent seulement d'intermédiaires entre l'État ou la société et le public.

Plus souvent, on pratique le système de l'émission en banque. Un syndicat de banquiers prend l'emprunt pour son compte. Il verse la somme demandée aux mains de l'emprunteur et reçoit les titres. Il les écoule ensuite dans le public.

Dans le premier cas, le banquier n'est qu'un intermédiaire qui prête ses guichets, un mandataire de l'emprunteur. Le contrat se forme entre l'emprunteur et le sous-

cripteur. Aussi le banquier n'encourt-il, en principe, aucune responsabilité. C'est ce qu'a reconnu la Cour de Paris, par un arrêt du 15 avril 1890 (1).

Le rôle du banquier n'est d'ailleurs pas toujours passif. Il a pu, de son côté, solliciter l'épargne en adressant au public des notices et des prospectus, en faisant des inscriptions dans les journaux. Des décisions de Cour d'appel et des arrêts de la Cour de Cassation ont admis la faute et la responsabilité du banquier dans le cas où le prospectus contient des inexactitudes graves de nature à induire le public en erreur sur la situation de l'emprunteur (2).

Cette solution semble peu juridique. Même en faisant de la réclame, le banquier n'agit que sur l'ordre de l'emprunteur : il ne cesse pas d'être son mandataire. Or la responsabilité des fautes commises dans l'exercice du mandat, exerce à l'égard non du mandataire, mais du mandant. Le banquier ne devrait être responsable à l'égard des souscripteurs que de ses fautes lourdes, qui constituent seules des faits personnels caractérisés, dépassant les limites du mandat.

Dans le système de l'émission en banque, le banquier est concessionnaire de l'emprunt. Prêteur à l'égard de la société étrangère, il est à l'égard du public, vendeur de

(1) *Journal des Sociétés*, 1890, p. 237.

(2) Rennes, 16 nov. 1885, *Gaz. du Palais*, 24 nov. 1885, Paris, 26 mars 1886, *J. des Sociétés*, 1886, p. 444, Cass. 27 juill. 1867, *Le Droit*, 69.1.350 ; 14 août 1878, S. 78.1. 345 ; 3 mars 1885, *Gaz. du Palais*, 1885, 1.482.

valeurs mobilières et tenu, comme tel, à l'obligation de garantie (1),

La véritable nature juridique des rapports de l'emprunteur et de la banque qui émet les titres est d'ailleurs parfois difficile à déterminer en fait, et, à plusieurs reprises, les tribunaux ont écarté toute responsabilité civile des émetteurs à l'égard des souscripteurs, en refusant de voir dans le rôle quelque peu actif des banques, l'existence d'engagements formels de leur part envers le public (2);

La responsabilité pénale des banques d'émission se détermine par les principes du droit pénal concernant l'escroquerie et l'abus de confiance. Les banquiers peuvent également être punis comme complices.

L'application de ces règles ne souffre pas de difficultés quand il s'agit du placement des titres des sociétés étrangères. Dans le cas d'emprunt d'État, la jurisprudence écarte au contraire la responsabilité des banquiers émetteurs.

Dans l'affaire des emprunts du Honduras émis en 1867, le service des intérêts ayant été suspendu en 1873, un groupe de porteurs demanda à faire la preuve de la fraude de malversations et de détournements commis par les intermédiaires; 3 millions avaient été employés pour commencer

(1) En ce sens, Cass. 18 mars 1892.

(2) Paris, 26 juin 1877, Dreyfus frères et C^{ie} (emprunts péruviens). S. 78.1.346 Trib. Commerce Seine, 12 juin 1877; (créanciers de la République d'Haïti c. White, Hartmann et C^{ie}, *Le Droit*. 13 juin 1877, p. 566; Paris, 5 oct. 1868, Créanciers du gouvernement tunisien c. Comptoir d'escompte; Trib. Seine, 21 mars 1878 et Paris, 26 fév. 1880 (emprunts du Honduras, *Le Droit*, 3 mars 1880.

les travaux du chemin de fer, objet de l'emprunt ; 70 millions étaient restés aux mains des intermédiaires. L'arrêt précité de la Cour de Paris, du 26 février 1880, écarta cependant l'application de la loi pénale, sous le prétexte que la plupart des actes incriminés étaient des actes d'autorité émanant d'un gouvernement étranger auquel ils devaient être imputables.

Cette jurisprudence a été sérieusement critiquée (1). Il est peu moral de dire que l'immunité d'un gouvernement étranger couvre les actes de ses complices. L'irresponsabilité du gouvernement étranger rend au contraire plus nécessaire la responsabilité des intermédiaires.

En dehors de la responsabilité civile et pénale générale des banquiers émetteurs, qui se déterminent d'après les principes du droit commun, la loi du 30 janvier 1907 et le projet de 1912 organisent, comme sanction des dispositions qu'ils édictent relativement à la publicité des émissions, une responsabilité spéciale que nous devons maintenant examiner.

D'après l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907, les infractions à ses dispositions sont constatées par les agents de l'enregistrement, et punies d'une amende de 10.000 à 20.000 francs, avec bénéfice de l'article 463 du Code pénal sur les circonstances atténuantes.

La responsabilité des émetteurs est à peu près illusoire. Les notices sont bien signées, mais elles sont si courtes, si

(1) Politis : *Emprunts d'États étrangers*, p. 119. Becker : *Emprunts étrangers*, p. 40.

vagues, si peu lues, que le signataire se gardera bien de ne pas l'établir régulière. Ce sont les prospectus, circulaires... qui déterminent les souscriptions; or, si leur conformité avec la notice est exigée par la loi, ils ne sont ni certifiés conformes ni même signés. La responsabilité de leurs auteurs est donc nulle.

En dehors des irrégularités de la notice, qui n'existent jamais, la signature entraîne-t-elle pour son auteur une responsabilité particulière? Nullement. En matière d'émission, de commerce de valeurs mobilières, c'est le droit commun qui est applicable. « Entre les introducteurs et les acheteurs, il y a non pas rapport de société, mais rapport de vente; entre les introducteurs et les sous-acheteurs, rapport de publicité, c'est-à-dire de bonne foi...

« Si la valeur a été souscrite sans que la manœuvre exercée en ait été la cause, ou si la valeur a sombré pour d'autres motifs, les introducteurs sont exonérés. Le tribunal de la Seine (1) observe, à bon droit, que la condamnation du banquier est subordonnée à la double preuve que les agissements commis ont été la raison déterminante et impulsive de la souscription et qu'il y a relation de cause à effet entre eux et le préjudice. Bien que surfait à l'origine, le titre était tombé par suite d'une panique occasionnée par un groupe financier rival; on avait affirmé une cotation

(1) Trib. Seine, 21 décembre 1909, *Bardon c. Union des capitaux*, *Gaz. Trib.* 20 fév. 1910.

inexacte, mais le souscripteur aurait acquis quand même, car il a été mû par un autre motif » (1).

L'application de l'article 1382 du C. civil ou des articles 405, 59 et 65 du Code pénal au signataire de la notice ne saurait être tenté qu'autant qu'il y a eu de sa part agissement auprès du public. Or, nous avons vu que le rôle principal appartient à un lanceur de prospectus anonyme.

En multipliant les énonciations de la notice, en confondant le signataire avec celui des prospectus, le projet de 1912 facilite, à son égard, l'application des principes de droit commun sur la responsabilité. En outre, l'art. 12 institue un régime pénal nouveau.

Les infractions sont constatées, en même temps que par les agents de l'enregistrement, par tous les officiers de police judiciaire. Elles sont punies d'une amende de 1.000 à 2.000 francs, mais pour chaque infraction, et le bénéfice des circonstances atténuantes est supprimé.

Si l'infraction a été commise avec intention frauduleuse, le coupable sera puni, en outre, d'un emprisonnement de 1 à 5 ans, sans préjudice des peines prévues par l'art. 405 du Code pénal pour l'escroquerie. Il « pourra être, de plus, à compter du jour où il aura subi sa peine, interdit pendant cinq ans au moins et dix ans au plus, des droits mentionnés à l'art. 42 du Code pénal ». Le bénéfice de l'art. 463 du Code pénal est admis.

La responsabilité pénale est donc organisée avec une

(1) Thaller, Syndicats financiers d'émission. *Annales de droit commercial*, 1911.

grande sévérité. Peut-être même le projet va-t-il trop loin, en n'exigeant pas, pour l'application des pénalités des actes ou des tentatives d'actes frauduleux, en se contentant de « l'intention frauduleuse » sans en fixer le criterium. Le système des amendes cumulables est surtout à critiquer, car il s'agit cette fois des émissions faites honnêtement, sans intention frauduleuse. Les détails des mentions imposées suffisent à montrer combien sont nombreuses les occasions d'erreurs ou d'omissions pour les émetteurs, même de bonne volonté.

L'article 13 détermine la responsabilité civile qui découle de ses dispositions : « Nonobstant toute convention contraire, les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs seront personnellement et solidairement responsables envers tout détenteur des titres émis, exposés, mis en vente ou introduits sur le marché français, du préjudice résultant de l'omission dans les annonces, prospectus et autres écrits visés, de l'une quelconque des indications prescrites ou de l'inexactitude de ces indications, sauf toutefois, dans ce dernier cas, leur recours contre la société ou les tiers qui leur auraient fourni les renseignements inexacts ».

Cette responsabilité est fixée par la signature de la notice et la certification de sa teneur et de l'exactitude de la traduction des statuts.

DEUXIÈME PARTIE

DE L'ADMISSION A LA COTE DES VALEURS ÉTRANGÈRES

CHAPITRE PREMIER

HISTORIQUE.

Les valeurs étrangères, qui constituent aujourd'hui une fraction si importante du portefeuille de l'épargne française, n'ont conquis que peu à peu le marché. Longtemps les dispositions qui en réglementaient l'admission ont été très rigoureuses, et à cet égard, un exposé historique doit distinguer les fonds d'États étrangers et les valeurs émises par des sociétés commerciales ou industrielles. La négociation de ces dernières n'a été autorisée que bien après la négociation des fonds d'États étrangers.

SECTION I

*Historique de l'admission à la cote des fonds
d'États étrangers.*

Un arrêt du Conseil du 7 août 1785 maintint les privilèges des agents de change. Il est défendu « à toutes personnes de quelque état, qualité et condition qu'elles soient, sujets du roi ou étrangers, autres que les agents de change de s'immiscer dans aucune négociation publique de banque, de finance, de commerce. » (art. 1^{er}).

D'après l'article 3 « Veut Sa Majesté que, conformément aux dispositions des articles 17 et 18 de l'arrêt du 24 septembre 1724, les négociations d'effets royaux et autres effets publics ne puissent être faites valablement que par l'entremise des agents de change, ni en d'autres lieux qu'à la Bourse où les cours d'iceux seront cotés aux termes du règlement par deux des dits agents de change. »

Ces dispositions ne concernent d'ailleurs que les fonds du royaume de France. L'article 4 du règlement le spécifie expressément : « Fait défense, Sa Majesté, aux agents de change de coter à la Bourse d'autres effets que les effets royaux et le cours des changes. »

La négociation des titres d'emprunts étrangers est donc prohibée. L'interdiction n'avait d'ailleurs pas une grande importance pratique à l'époque où fut rendu ce règlement. Les valeurs mobilières étaient alors peu répandues. La plus grande partie de la fortune publique résidait dans les biens fonciers, et la mobilisation des capitaux et créances

sous forme de titres de papiers n'était pas entrée dans les mœurs.

Au XVIII^e siècle, les Bourses jouaient surtout le rôle attribué aujourd'hui aux bourses de marchandises. C'étaient surtout des centres d'opérations pour le commerce en gros des marchandises. La première bourse de valeurs proprement dite n'est créée qu'en 1724, à Paris, et les négociations qui s'y effectuent concernent principalement les lettres de change, les rentes sur l'Hôtel de Ville et quelques effets royaux. On peut remarquer que l'article 4 de l'arrêt du Conseil de 1785 ne parle que des effets royaux, et ne mentionne même pas les effets français privés, alors peu répandus.

Jusqu'au début du XIX^e siècle, aucun fonds étranger ne figure à la cote de la Bourse de Paris. Mais les effets étrangers commencent à cette époque à faire leur entrée en France et à trouver faveur auprès du public français. En 1811, apparaissent les titres d'un emprunt 6 0/0 du roi de Saxe; en 1817, l'emprunt 5 0/0 des Deux-Siciles; en 1822, les fonds espagnols 5 0/0. Des opérations nombreuses s'effectuent sur ces titres. L'arrêt de 1785 ne satisfait plus aux besoins nouveaux de la finance. En présence de ces pratiques nouvelles, une réglementation nouvelle était nécessaire, tant dans l'intérêt de l'épargne française que dans celui du monopole des agents de change.

A la suite de nombreuses réclamations adressées au Ministère des finances, l'ordonnance du 18 novembre 1823 autorisa l'admission à la cote de la Bourse de Paris les

fonds d'États étrangers, Le texte est précédé de considérants qu'il importe de reproduire, car ils précisent le but et la portée de la réforme.

« Louis, etc...

Sur le compte qui nous a été rendu par notre Ministre Secrétaire d'État des finances, des diverses demandes qui lui ont été adressées pour obtenir l'autorisation de porter sur le cours authentique de la Bourse de Paris les emprunts des gouvernements étrangers :

Vu l'arrêt du Conseil du 7 août 1785 portant défense aux agents de change de coter à la Bourse de Paris d'autres effets que les effets royaux et le cours des changes ;

Considérant que la permission de coter sur le cours authentique de Paris les effets publics des emprunts des gouvernements étrangers n'implique, de la part de notre gouvernement, ni approbation des dits emprunts ni l'obligation d'intervenir en faveur de ceux de nos sujets qui de leur plein gré, y placeraient leurs capitaux ;

Considérant que, depuis plusieurs années, les opérations de banque, de finance et de commerce ont reçu dans tout le royaume, mais plus particulièrement à Paris, une très grande extension ; qu'il en est résulté un accroissement de capitaux qui rend désormais sans objet les dispositions de l'arrêt du Conseil ci-dessus relaté ;

Considérant enfin qu'il ne peut qu'être utile de donner un caractère légal et authentique aux opérations nombreuses qui se font déjà sur les emprunts des gouvernements étrangers, les lois actuelles suffisant pour prévenir

la fraude et l'insertion de conditions illicites ou illégales dans leur négociation ;

Notre Conseil entendu ;

Nous avons ordonné et ordonnons ce qui suit :

« Article premier. — A l'avenir les effets publics des emprunts des gouvernements étrangers seront cotés sur le cours authentique de la Bourse de Paris.

« Article 2. — L'arrêt du Conseil du 7 août 1785 est rapporté en ce qu'il renferme de contraire à la présente ordonnance.

« Article 3. — Notre Miuistre des finances est chargé de l'exécution de la présente ordonnance. »

L'exposé des motifs de l'ordonnance implique de la part du gouvernement l'intention d'autoriser une pratique devenue courante, Il estime que les lois existantes suffisent pour prévenir « la fraude et l'insertion de conditions illicites et illégales », Les intérêts du fisc et le respect de la loi sont donc sauvegardés. Quant aux intérêts de l'épargne, le gouvernement s'est désintéressé absolument. Il déclare nettement n'assumer aucune responsabilité financière.

Une lettre de M. de Villèle, adressée le 12 novembre 1825 au syndic des agents de change, souligne très nettement cette idée et commente sur ce point, d'une manière précise l'ordonnance de 1823.

« M. le Ministre des affaires étrangères, écrit le Ministre des finances, m'a transmis, par une dépêche en date du 31 octobre dernier, la demande que lui a faite, au nom de son gouvernement, M. le Duc de Villa Hermosa, ambassa-

deur de Sa Majesté Catholique, pour obtenir que les Valès Consolidés d'Espagne, émis depuis le 1^{er} mai 1824, à l'intérêt de 4 0/0 par an, fussent cotés sur le *Bulletin Officiel* de la Bourse de Paris. Cette demande m'a paru n'avoir rien de contraire aux dispositions de l'ordonnance royale du 12 novembre 1823.

Je vous autorise, en conséquence, et conformément à la dite ordonnance, à coter ces effets dans le *Bulletin Officiel* de la Bourse de Paris toutes les fois qu'ils donneront lieu à des opérations faites avec concurrence et publicité, en assez grand nombre, pour produire un cours véritable et tel que le public ne puisse être enduit en errenr sur leur valeur réelle, précaution que vous devrez également prendre pour tous les autres effets avant de les coter officiellement » (1).

Cette lettre précise nettement le but de la formalité de l'admission à la cote. Elle n'est pas destinée à garantir la valeur intrinsèque du titre auprès de l'acquéreur éventuel. Elle constitue uniquement l'attestation que le titre fait l'objet d'offres et de demandes, preuve de la sincérité du marché et de la valeur relative du titre justifiée par la possibilité de le négocier à un taux connu.

Mais tout en se réservant la faculté d'autoriser l'admission à la cote, le gouvernement reconnaissait à la Chambre syndicale ces agents de change, sous réserve de cette autorisation, un pouvoir souverain d'appréciation. La Chambre

(1) *Manuel des agents de change*, p. 329.

syndicale s'inquiéta des conséquences que pouvait entraîner pour elle le pouvoir qu'elle tenait de l'ordonnance de 1823. Les acquéreurs de titres admis à la cote ne seraient-ils pas tentés, dans le cas où les valeurs qu'ils ont achetées viennent à subir, du fait du mauvais état des finances de l'État émetteur, une baisse importante, de se retourner vers la Chambre syndicale en invoquant la garantie de valeur qu'elle a semblé donner au titre, en l'admettant à la cote?

A plusieurs reprises, la Chambre syndicale tenta de se décharger de cette prérogative dangereuse d'accorder ou de refuser la cote aux fonds d'États étrangers, et elle chercha à se couvrir d'un avis formel du gouvernement. Mais celui-ci, tout en affirmant son droit d'autorisation, a toujours eu soin de maintenir qu'il entendait laisser à la Chambre syndicale son pouvoir d'appréciation. En 1837, notamment, la Chambre syndicale, préoccupée « d'éviter les contestations que pourraient élever les parties qui auraient à se plaindre des déterminations qu'elle aurait prises » demanda au gouvernement de décider lui-même l'admission des valeurs à la cote. Le ministre des finances se contenta de répondre qu'il ne pouvait que se « reposer sur la prudence de la Compagnie pour concilier l'exécution des règlements avec ce qu'elle doit au public et à elle-même » (1).

Si c'est à la Chambre syndicale qu'il appartient de pro-

(1) Lettre du 17 octobre 1837, *Manuel des agents de change*, p. 359.

noncer l'admission à la cote, il ne faudrait pas croire que le droit du gouvernement se réduise à une simple formalité. La Compagnie des agents de change est, suivant l'expression usitée, « maitresse de sa cote ». Mais l'admission est subordonnée aux intérêts supérieurs d'ordre diplomatique ou fiscal dont le gouvernement a la garde, et il a affirmé énergiquement son droit d'apprécier ces intérêts avant toute décision de la Chambre syndicale.

Le 11 août 1873, la Chambre syndicale avait prononcé l'admission à la cote des obligations de l'emprunt égyptien 7 0/0 1873. Le Ministre des finances, M. Magne, avisé de cette décision, adressa le lendemain une lettre au syndic de la compagnie des agents de change, le priant d'attendre, pour admettre la valeur à la cote, un nouvel avis de sa part, pris après consultation du Ministre des affaires étrangères. Les fonds d'États étrangers ne doivent pas être inscrits au *Bulletin Officiel* avant qu'un avis de l'administration des finances ait spécifié qu'elle n'y fait pas opposition.

« L'admission à la cote officielle de la Bourse de Paris des fonds publics des gouvernements étrangers, écrit le Ministre des finances, reste régie par l'ordonnance royale du 12 novembre 1823... Aujourd'hui, comme alors, il est nécessaire que le Ministre des finances et le Ministre des affaires étrangères soient mis à même d'apprécier, l'un au point de vue de l'intérêt du Trésor, l'autre au point de vue de l'intérêt politique, s'ils n'ont point de motifs de s'opposer à l'inscription sur la cote officielle de fonds publics étrangers dont la Chambre syndicale, au point de vue de

l'intérêt public, aurait jugé la négociation utile et opportune. » (1)

Le décret du 6 février 1880, qui a posé les règles de l'admission à la cote pour les valeurs de bourse en général, n'a pas parlé des titres d'emprunt des États étrangers. Il se réfère implicitement pour eux à la législation antérieure, qui leur demeure applicable. C'est d'ailleurs ce que reconnaît formellement une circulaire du 12 février 1880, conçue dans les termes suivants :

« Rien n'est changé aux lois et règlements actuellement applicables aux fonds d'États étrangers. Il a paru utile de rappeler expressément le droit qu'a toujours eu le Ministre des finances d'interdire la négociation en France des valeurs étrangères. C'est en conséquence, sous réserve du droit de surveillance et de contrôle du ministre que les chambres syndicales ont pouvoir d'accorder, refuser, suspendre ou interdire les négociations de cette espèce à leurs Bourses respectives. Par suite, toutes les fois qu'une Chambre d'agents de change aura cru pouvoir admettre en principe à la cote une valeur étrangère, elle devra en donner avis au Ministre des finances, et elle ne pourra autoriser la négociation de cette valeur à son parquet avant d'avoir reçu du Ministre une autorisation expresse et écrite. »

(1) *Manuel des agents de change*, P. 553.

SECTION II

*Historique de l'admission à la cote des titres
de Sociétés étrangères.*

Le marché officiel n'a été ouvert qu'assez tard aux valeurs étrangères autres que les fonds d'État. Le décret du 22 mai 1858 admit à la négociation, à la Bourse de Paris et dans les Bourses départementales, les titres émis par les compagnies de chemins de fer en dehors du territoire français. Ce décret avait surtout pour but de protéger les titres des compagnies de chemins de fer français contre la concurrence des titres émis par les compagnies étrangères. Aussi subordonnait-il à de nombreuses conditions, la négociation de ces dernières valeurs. Les compagnies devaient justifier qu'elles étaient constituées conformément aux lois des pays où elles étaient formées, et remettre un dossier détaillé au Ministre des finances, un autre au Syndicat de la compagnie des agents de change. L'émission était autorisée par les ministres des finances et de l'agriculture, du commerce et des travaux publics. D'après l'article 4, le capital des actions ne pouvait être inférieur à 500 francs, et elles devaient être libérées des sept dixièmes. (1)

Le décret du 16 août 1859 ouvrit plus largement le marché aux titres étrangers. Il ne vise plus seulement les titres des compagnies de chemins de fer, mais en général, « les valeurs des compagnies étrangères. » Le minimum de

(1) *Manuel des agents de change*, p. 447.

valeur nominale des actions reste fixé à 500 francs, mais une libération des deux cinquièmes est désormais suffisante (1).

Une lettre du Ministre des finances, en date du 16 octobre 1872, précise les prérogatives respectives de la Chambre syndicale des agents de change et du gouvernement, dont l'avis doit précéder l'admission à la cote.

« Il est bien entendu que c'est toujours à la Chambre syndicale qu'il appartient d'admettre les valeurs étrangères aux négociations de la Bourse; elle seule peut le faire en connaissance de cause et, d'ailleurs, elle seule a qualité pour le faire. Mais après avoir prononcé l'admission, en principe, elle ne doit procéder à l'inscription au *Bulletin Officiel*, qu'après avoir pris l'avis de mon département. »

Ces dispositions ont été abrogées par les décrets du 6 février 1880 et du 1^{er} décembre 1893. Ces textes, encore en vigueur aujourd'hui, ont eu pour résultat d'ouvrir plus largement le marché officiel aux titres des compagnies étrangères.

D'après le décret de 1880, les pièces justificatives exigées des sociétés et collectivités étrangères ne devaient être remises qu'à la Chambre syndicale. Mais une lettre du Ministre des finances, du 12 février 1880, a rétabli l'ancien système du double dossier, destiné, l'un à la Chambre syndicale, l'autre au Ministre des finances.

« L'article 2 du décret, écrit le Ministre, détermine les

(1) *Manuel des agents de change*, p. 451.

justifications que les chambres syndicales auront à exiger préalablement à l'admission d'une valeur étrangère. Bien qu'en principe, il appartienne aux chambres syndicales seules de s'assurer de la régularité de ces justifications, je désire qu'il en soit fourni un double à mon administration, pour être déposé dans ses archives. Vous voudrez donc bien joindre aux décisions, que vous seriez dans le cas de soumettre à mon approbation, une expédition ou une copie certifiée de chacune des pièces énoncées dans l'article 2 du décret. »

Le décret de 1880 subordonnait l'admission des valeurs étrangères à la cote, à l'exécution des conditions imposées par la loi du 24 juillet 1867 sur les valeurs soumises à la législation française, quant au minimum de capital nominal des titres et au minimum de libération : minimum de 500 francs ou de 100 francs de capital nominal, suivant que le capital social excède ou non 200.000 francs ; libération du quart. C'est l'application du principe légitime d'équivalence des valeurs étrangères et des valeurs françaises qui domine tout le système réglementaire et légal des valeurs mobilières.

La loi du 1^{er} août 1893 ayant modifié sur ces points la loi du 24 juillet 1867, le décret du 1^{er} décembre 1893 est venu mettre le décret de 1880 en harmonie avec cette législation nouvelle. Les actions étrangères admises à la cote ne peuvent être d'un capital inférieur à 100 francs ou à 25 fr., suivant que le capital social est ou non supérieur à 200.000 francs. Les actions inférieures à 100 francs doivent

êtres libérées d'au moins 25 francs ; les autres d'un quart.

Les décrets de 1858 et 1859 exigeaient l'autorisation du gouvernement. Le décret du 6 février 1880, art. 5, remplace ce système par le droit de veto. « Le Ministre des finances peut toujours interdire la négociation en France d'une valeur étrangère. »

Nous examinerons plus loin, si cette modification de rédaction présente un véritable intérêt pratique.

CHAPITRE II

RÉGLEMENTATION POSITIVE EN FRANCE

L'étude du droit actuel qui régit l'admission à la cote des valeurs étrangères ne comporte pas seulement l'exposé détaillé des conditions de forme auxquelles sont soumises les demandes d'admission. Nous devons indiquer avec précision les prérogatives respectives de la Compagnie des agents de change et du gouvernement en ce qui concerne les décisions à prendre. Nous aurons enfin à examiner les conséquences de ces décisions, et à rechercher et mesurer les responsabilités qu'elles peuvent entraîner, soit pour la Compagnie des agents de change, soit pour le gouvernement.

SECTION I

Rôle et responsabilité de la Chambre syndicale des agents de change.

I. — Procédure d'admission des valeurs étrangères à la cote officielle.

Comme nous l'avons déjà indiqué dans notre partie historique, la Chambre syndicale est « maîtresse de la cote ». C'est à elle seule qu'il appartient de prononcer l'admission

d'une valeur. Elle ne peut statuer que sur avis favorable des ministres intéressés, mais elle seule a le pouvoir de décision. Elle peut, sous l'autorité du ministre, accorder, refuser, interdire, suspendre l'admission à la cote de toutes valeurs, autres que les fonds d'État français. Ce pouvoir est affirmé par le règlement de la Compagnie :

Titre III, article 71 : « Des délibérations de la Chambre syndicale déterminent les valeurs qui seront cotées au comptant seulement à la partie officielle de la cote, et celles qui y seront cotées au comptant et à terme. »

Article 72 « La quotité des variations des cours des marchés au comptant et à terme est déterminée par les délibérations de la Compagnie des agents de change sur la proposition de la Chambre syndicale. »

Sans doute les règlements intérieurs qui lui confèrent la mission d'admettre les valeurs à la cote sont l'œuvre de la Chambre syndicale, et ce pouvoir ne lui est attribué par aucun texte législatif, mais la Chambre syndicale tient de la loi le droit de constater le cours des effets cotés à la Bourse. A cet égard, il existe des textes formels : loi du 15 pluviose an IV, art. 1^{er}; ordonnance du préfet de police du 1^{er} thermidor, an IX, art. 15 et 17; Code de commerce, art. 73 et 76.

Or, c'est ce droit de constater les cours des effets cotés à la Bourse, qu'on a fait dériver pour la Chambre syndicale le droit de réglementation de la cote.

Aussi bien, les textes relatifs à notre matière lui confèrent implicitement cette attribution. Le décret du 22 mai

1858 et les décrets postérieurs sur la négociation des valeurs étrangères supposent, dans presque chacune de leurs dispositions, le droit de la Chambre syndicale de prononcer l'admission à la cote.

La procédure d'admission diffère suivant qu'il s'agit de fonds d'État ou autres valeurs.

§ 1^{er}. — *Procédure d'admission à la cote
des fonds d'État étrangers.*

Les pièces à fournir à l'appui de la demande d'admission à la cote officielle des fonds d'États étrangers sont énumérées dans le règlement du mois d'avril 1907. La demande rédigée sans formule obligatoire, est adressée au Syndic de la Compagnie des agents de change. Doivent y être jointes les justifications suivantes :

1^o Indication des lois ou décrets qui ont créé ou autorisé l'emprunt;

2^o Certification, par l'autorité consulaire établie en France, que la valeur est cotée officiellement dans son pays d'origine, à moins qu'il n'existe pas de Bourse officielle, auquel cas, le fait serait constaté par le certificat. Cette certification, établie en français, doit être dûment légalisée par le ministère des affaires étrangères à Paris.

3^o Spécimen des titres provisoires ou définitifs, avec indication des coupures, s'il y en a et, dans ce cas, des numéros afférents à chacune d'elles.

Tous ces documents doivent être fournis à la Chambre syndicale en deux exemplaires, dont l'un pour ses archives,

et l'autre pour celles du ministère des finances en vertu de la lettre ministérielle du 12 février 1880, qui, nous l'avons vu, a rétabli la nécessité du double dossier ;

4° Indication du taux d'émission, de la libération actuelle des titres, des époques de jouissance, de la jouissance courante ;

5° Engagement de fournir à la Chambre syndicale 200 listes de chaque tirage, s'il y a lieu ; les dites listes devant contenir, intercalés en caractères ou couleurs différents, les numéros des titres sortis antérieurement et non présentés au remboursement ;

6° Engagement de procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre syndicale, à l'échange des titres qui, en raison de leur état matériel, ne pourraient être admis dans les livraisons ;

7° Indication de la caisse chargée, à Paris, du service des titres et des coupons ;

8° Traductions françaises en due forme de toutes pièces produites en langues étrangères.

§ 2. — *Procédure d'admission à la cote des valeurs étrangères autres que les fonds d'État.*

C'est le décret du 6 février 1880 qui détermine les pièces à fournir à l'appui de la demande.

1° Actes publics ou privés, statuts, cahiers des charges, etc., en vertu desquels la valeur a été créée dans son lieu d'origine ; avec traduction française en due forme de toutes pièces produites en langues étrangères ;

2° Certification, par l'autorité consulaire établie en France, que ces actes sont conformes aux lois et usages de leur pays d'origine, et que la valeur est cotée officiellement dans ledit pays, à moins qu'il n'y existe pas de Bourse officielle, auquel cas le fait serait constaté par le certificat. Cette certification établie en français, doit être dûment légalisée par le ministère des affaires étrangères à Paris ;

3° Exemplaire légalisé du *Bulletin annexe* au *Journal Officiel*, justificatif des insertions prévues à l'article 3 de la loi de finances du 30 janvier 1907 ;

4° Spécimen des titres provisoires ou définitifs, avec indication des coupures, s'il y en a, et, dans ce cas, des numéros afférents à chacune d'elles ;

Tous ces documents doivent être fournis en deux exemplaires, conformément à la lettre du ministre du 12 février 1880 ;

5° Justification de l'agrément, par le Ministre des finances, d'un représentant responsable du paiement des droits du Trésor ;

6° Indication du taux d'émission, de la libération actuelle des titres, des époques de jouissance, de la jouissance courante ;

7° Engagement de faire parvenir à la Chambre syndicale un compte-rendu, en langue française, de chacune des assemblées générales que pourra tenir la société ;

8° Engagement de fournir à la Chambre syndicale 200 listes de chaque tirage, s'il y a lieu, lesdites listes devant contenir, intercalés en caractères ou couleurs différents, les

numéros des titres sortis antérieurement et non présentés au remboursement ;

9^o Engagement de procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre syndicale, à l'échange des titres qui, en raison de leur état matériel, ne pourraient être admis dans les livraisons ;

10^o Engagement de tenir la Chambre syndicale au courant de toutes les modifications qui seraient apportées au fonctionnement de la société (statuts, titres, etc...).

11^o Engagement d'avoir à Paris, pendant toute la durée de la société, une Caisse chargée du service des titres et des coupons. Indication de la caisse chargée de ce service.

D'après l'article 1^{er} du décret de 1880, cette procédure est applicable à l'admission des « actions, obligations, titres d'emprunt, quelle que soit d'ailleurs leur dénomination, émanant des sociétés, compagnies, entreprises, corporations, villes, provinces étrangères et tous autres établissements étrangers. »

II. — Responsabilité de la Chambre syndicale en matière d'admission à la cote.

Nous avons vu la Chambre syndicale demander à plusieurs reprises au gouvernement de la couvrir par des avis formels et motivés. Cette insistance dénote de sa part, le souci constant des responsabilités que peut entraîner pour elle un pouvoir de décision trop important.

L'étendue de ces responsabilités est délicate à préciser. Aucun texte ne les a délimitées, et c'est seulement d'après

les principes généraux qu'on peut les déterminer. La difficulté consiste à concilier l'intérêt général et les intérêts particuliers.

La chambre syndicale exerce son droit de réglementation de la cote dans l'intérêt général et dans l'intérêt du mouvement des affaires. Les valeurs qui figurent à la cote sont les valeurs sérieuses, importantes. La Chambre syndicale, investie d'une sorte de tutelle du marché financier, apprécie les valeurs qui, en raison de leur caractère sérieux, de leur importance, méritent d'être portées à la cote.

Sous ce rapport et quant à l'appréciation d'une valeur et du point de savoir si l'intérêt général commande ou prohibe l'admission de cette valeur à la cote, la Chambre syndicale a un pouvoir souverain, en ce sens que les tribunaux n'ont pas à contrôler l'appréciation de la Chambre syndicale. Elle seule a qualité et compétence pour trancher des questions qui, par leur nature, échappent aux tribunaux. Ainsi la Chambre syndicale, s'inspirant de l'intérêt général, juge que telle valeur doit être admise à la cote, que telle autre doit en être écartée, que telle autre doit en être retirée. Ses décisions sont souveraines ; elle n'en doit compte à personne.

Il ne faut cependant rien exagérer. Il ne s'ensuit pas que la chambre syndicale ne puisse encourir aucune responsabilité dans l'exercice de sa mission. Elle peut commettre des fautes, elle peut même abuser de son pouvoir. Elle est responsable de ses fautes, de ses abus de pouvoir, dans les termes du droit commun.

Trois hypothèses doivent être successivement envisagées ;

1^o L'admission à la cote ;

2^o Le refus d'admission à la cote ;

3^o Le retrait de la cote.

§ 1^{er}. — *L'admission à la cote.*

Tous les auteurs s'accordent à reconnaître qu'en principe, la Chambre syndicale n'encourt aucune responsabilité quand elle prononce l'admission d'une valeur à la cote.

Le souscripteur ou l'acheteur d'une valeur admise à la cote, qui vient à baisser ou à s'effondrer, ne peut se retourner contre la Compagnie des agents de change, sous prétexte qu'en ouvrant à ce titre le marché officiel, la chambre syndicale en a garanti la valeur intrinsèque.

Le rôle de la chambre syndicale, tel qu'il a été précisé par l'ordonnance royale de 1823 et la lettre ministérielle de 1825, suffit à écarter toute responsabilité de ce genre. Ce rôle consiste uniquement, comme on peut également l'induire des pièces exigées à l'appui de la demande, dans l'examen de la régularité légale et fiscale des titres émis, et dans la reconnaissance d'une apparence assez sérieuse pour faire naître un marché effectif et régulier. La Chambre syndicale n'est nullement garante de la solvabilité de l'État ou de la Compagnie qui a émis les titres, et sa décision ne consacre nullement la valeur intrinsèque de ceux-ci. L'admission à la cote n'est pas, en un mot, une recommandation de la Chambre syndicale en faveur du titre. C'est au souscripteur ou à l'acheteur à en apprécier la solidité.

Les auteurs sont unanimes à prononcer cette irresponsabilité.

« Il est à remarquer que la Chambre syndicale, bien que chargée par la loi de constater le cours des effets ne garantit pas la valeur. Elle n'a point à en examiner le mérite, ni quant à la forme, ni quant à la solvabilité des débiteurs. La valeur des effets peut varier à l'infini sans que jamais elle en soit responsable, c'est à ceux qui opèrent à en reconnaître la nature et la solidité. Ils les achètent à leurs risques et périls (1).

« La Chambre syndicale ne garantit pas la valeur des effets dont elle constate les cours ; c'est à ceux qui opèrent d'en connaître la solidité » (2).

Le Dictionnaire universel de la Bourse et de la Banque s'exprime dans le même sens :

« C'est à tort que l'on s' imagine que l'admission d'une valeur à la cote est une sorte de consécration donnée à la valeur, un témoignage en sa faveur, une recommandation de la Chambre syndicale » (3),

M. Waldmann est encore plus catégorique :

« La constatation des qualités, toutes de forme, qui rendent un titre susceptible d'être l'objet d'un cours officiel ne comporte pas, n'a même aucun rapport avec la constatation

(1) Mollot, *Bourse de commerce*, N° 479.

(2) Ruben de Couder, *Dictionnaire de Droit commercial*, V. Agents de change.

(3) Extrait du rapport de M. Vidal, au Congrès des valeurs mobilière de 1900, n° 145.

des qualités marchandes, c'est-à-dire touchant au fond à la valeur intrinsèque de ce même titre » (1).

« Il ne s'est jamais trouvé et ne se trouvera certainement jamais un tribunal capable de sanctionner cette énormité que l'admission à la cote garantit à l'acheteur qu'il fait une bonne opération. Ou bien on pourra se demander quelle garantie les Chambres syndicales donneront alors au vendeur qui est également un des contractants de cette négociation et aussi parfaitement intéressant que l'acheteur » (2).

Est-ce à dire que la décision d'admission à la cote n'entraîne jamais aucune responsabilité pour la Chambre syndicale ?

Si catégoriques qu'ils soient, les auteurs que nous venons de citer n'envisagent — et cela intentionnellement — qu'un côté de la question de responsabilité. La Chambre syndicale n'est pas responsable de la solvabilité, même actuelle des emprunteurs, parce que son rôle n'est pas de la garantir. Mais dans les limites du rôle qui lui est attribué, les principes généraux du droit conduisent à admettre sa responsabilité, en cas de faute ou de dol. Les limites de ce rôle déterminent les limites de sa responsabilité.

Le but de l'admission à la cote, c'est de constater d'une part l'accomplissement des conditions légales d'émission, d'autre part, le nombre des négociations susceptibles de créer un marché sérieux.

(1) La profession d'agent de change, n° 313.

(2) Waldmann, id., n. 329.

La responsabilité de la Chambre syndicale serait engagée si elle avait admis à la cote une valeur émise dans des conditions irrégulières. Or la négociabilité de certains titres est soumise à des conditions particulières. Par exemple, pour être admise à la cote, d'après le décret du 1^{er} décembre 1893, modifiant l'article 4 du décret du 6 février 1880, pour le mettre en harmonie avec la législation nouvelle du 1^{er} août 1893, les actions doivent être d'une valeur nominale minima de 25 francs ou de 100 francs, suivant que le capital social n'excède pas ou excède 200.000 francs. Elles doivent être libérées de 25 francs quand elles sont d'une valeur nominale inférieure à 100 francs, du quart quand leur valeur nominale atteint ce chiffre.

D'autre part, la loi du 24 juillet 1867, articles 2 et 3, interdit la négociation des actions de numéraire avant la constitution définitive de la société et celle des actions d'apports avant l'expiration d'un délai de deux ans à partir de cette constitution.

En admettant à la cote des titres qui ne rempliraient pas ces conditions, la Chambre syndicale engagerait certainement sa responsabilité.

L'admission à la cote constitue implicitement l'affirmation que les titres existent réellement, que les lois ont été observées. Elle implique également que la valeur se présente avec des apparences sérieuses et loyales; qu'elle a donné lieu à des transactions nombreuses et sincères. L'admission à la cote appelle donc une certaine confiance

sur la valeur. Aussi avant de se prononcer, la Chambre syndicale doit-elle faire une enquête sérieuse sur la régularité de forme des titres, la sincérité de l'opération, le nombre et la loyauté des transactions déjà effectuées. Un cours factice serait susceptible d'entraîner une baisse des cours et la ruine des porteurs.

Si la Chambre syndicale avait admis à la cote une valeur émise dans des conditions illégales, ou une valeur peu sérieuse, sans enquête préalable, il y aurait dans cette négligence une faute grave de sa part, et il n'y aurait aucune raison de ne pas lui faire l'application de l'article 1382 du Code civil, sa responsabilité serait pleinement justifiée.

La faute consistera d'ailleurs plus souvent en négligence moins grave que l'absence totale d'enquête. La Chambre syndicale aura fait faire des vérifications, mais elles auront été insuffisantes ou insuffisamment contrôlées. Poussées plus loin, elles auraient démontré l'inanité de la valeur et conduit à refuser l'admission à la cote.

C'est aux tribunaux, juges du fait, qu'il appartient de décider, suivant les circonstances, qui peuvent être très délicates, s'il existe une faute susceptible d'engager la responsabilité de la Chambre syndicale.

Les tribunaux et la Cour de Cassation ont eu l'occasion de prononcer la responsabilité de la Chambre syndicale.

La Compagnie du chemin de fer de Memphis el Paso and Pacific Railroad, plus tard appelée Compagnie du Transcontinental Sud des États-Unis, avait émis des bons

hypothécaires, gagés sur des terrains concédés à la Compagnie par l'État du Texas. Avant de procéder à la souscription, les organisateurs de l'émission voulurent s'assurer de l'admission à la cote des bons hypothécaires. Par deux lettres du 2 juillet 1869, le président du Comité exécutif d'administration la sollicita auprès de la Chambre syndicale et du Ministre des finances. Le Ministre des finances en référa au syndic des agents de change, en lui écrivant qu'avant de consulter sur cette affaire ses collègues des affaires étrangères et des travaux publics, il désirait savoir si les valeurs en question paraissaient à la Chambre syndicale susceptibles d'être cotées.

Ainsi saisie, la Chambre syndicale procéda selon ses usages. L'un de ses adjoints nommé pour instruire l'affaire prit des renseignements sur les deux points suivants :

1^o La Compagnie est-elle une compagnie sérieuse ?

2^o Le gage hypothécaire existe-t-il d'une manière certaine ?

Les renseignements furent favorables. Le 8 mars, la Chambre syndicale se prononça pour l'admission à la cote ; le 11, le syndic fit officiellement connaître cette décision au Ministre des finances. Celui-ci ne s'y étant pas opposé dans les cinq jours, avis fut donné par le syndic aux agents de change, qu'à partir du 16 mars, les bons seraient admis aux négociations de la Bourse.

La souscription fut ouverte et obtint un très grand succès : elle produisit 20 millions. Les coupons de juillet 1869, janvier et juillet 1870, furent payés aux souscrip-

teurs. Mais les lanceurs de l'affaire se partagèrent la plus grande partie des sommes encaissées. Deux millions seulement furent retrouvés dans les caisses de la société par le liquidateur nommé par les tribunaux.

A la suite d'une instruction judiciaire qui révéla les mensonges employés pour tromper le public, les organisateurs de l'affaire furent traduits en correctionnelle et condamnés à diverses peines.

Plusieurs porteurs de bons, les sieurs Lebourgeois, Fayolle et autres, se réunirent pour obtenir réparation du préjudice qui leur avait été causé. Indépendamment de l'action civile contre les lanceurs de l'affaire, ils intentèrent une action en dommages-intérêts contre la Chambre syndicale, en invoquant la violation de deux prescriptions édictées par l'article 5 du décret du 22 mai 1858 : la première, relative à la vérification du versement intégral des actions formant le capital social; la seconde concernant l'autorisation du Ministre des finances, de l'agriculture et du commerce, qui devait précéder l'admission à la cote.

Par un jugement du 25 mars 1874, le tribunal de commerce de la Seine admit la responsabilité de la Chambre syndicale, et la condamna à payer aux souscripteurs un quinzième des dommages-intérêts auxquels seraient condamnés les parties principales. Le tribunal constate les irrégularités auxquelles la Chambre syndicale a passé outre; il la déclare responsable dans les termes du droit commun en insistant sur l'importance

morale qui résulte d'une décision d'admission à la cote.

« Attendu qu'il est incontestable que l'admission à la cote officielle des bonds de la Compagnie Memphis el Paso and Pacific... a été l'une des causes les plus directes du préjudice dont les demandeurs poursuivent la réparation; que l'examen et les vérifications préalables que comporte cette mesure de la part de la Chambre syndicale, gardienne du marché français, impliquent nécessairement pour le public, qu'elle n'admet à la cote officielle que les valeurs dont le caractère sérieux s'affirme aux yeux des hommes expérimentés qui la composent; que l'importance de l'admission à la cote ressort surabondamment, dans l'espèce, des manœuvres criminelles auxquelles on n'a pas craint de recourir pour déjouer la vigilance de la Chambre syndicale et éluder certaines prescriptions du décret du 22 mai 1858; attendu que c'est pour faciliter et assurer l'exercice du droit de contrôle absolu qui lui appartient que, d'après les règlements en vigueur, la Chambre syndicale, sous l'autorité du Ministre des finances, a tout pouvoir d'accorder, de refuser, de suspendre ou d'interdire la négociation d'une valeur; — Attendu que les attributions qui lui sont ainsi conférées ne sauraient constituer l'établissement d'une juridiction dont elle formerait le premier degré et dont le Ministre des finances formerait le degré supérieur; qu'elle est chargée, ainsi qu'il est dit dans l'exposé des motifs de la loi du 28 ventôse an IX, d'empêcher que la bonne foi des citoyens ne soit abusée, et que la fortune publique ne soit livrée aux calculs de la cupidité et de la mauvaise foi; que, dès lors,

elle est responsable, suivant le droit commun, des fautes commises dans l'accomplissement des obligations qui lui sont imposées; que l'intervention du Ministre des finances est motivée par des intérêts d'ordre supérieur et n'enlève rien au pouvoir propre qu'elle tient de la loi, et aux responsabilités qu'elle peut encourir dans l'exercice de ce pouvoir;

« Attendu qu'en ce qui concerne spécialement l'admission à la cote des titres émis par les compagnies de chemins de fer construits à l'étranger, le décret du 22 mai 1858 exige que ces titres soient officiellement cotée dans le pays auquel le chemin de fer appartient, et que s'il s'agit d'obligations, le capital social ou la partie de ce capital, représentée par des actions, doit avoir été intégralement versé, et qu'en outre, l'émission en France doit être autorisée par le Ministre des finances, de l'agriculture, du commerce et des travaux publics;

« Attendu, quant au versement intégral du capital représenté par des actions, que la Chambre syndicale a négligé d'en réclamer la justification, qu'il est constant que sur la somme de 40 millions de dollars formant ce capital, les actions souscrites représentaient à peine un million de dollars, sur lesquels 130.000 dollars seulement avaient été versés; qu'une pareille situation rendait légalement impossible l'admission à la cote des bonds de la Compagnie; que le défaut de justification sur ce point devait appeler l'attention de la Chambre syndicale avec d'autant plus de raison qu'un de ses membres s'était informé auprès de maisons de banque de Paris, en relations suivies avec l'Amérique, et

que les renseignements par lui recueillis sur la Compagnie étaient de nature à inspirer les défiances les plus graves. »

Un arrêt de la Cour de Paris, sur appel interjeté par la Chambre syndicale des agents de change confirme purement et simplement le jugement du tribunal par adoption de motifs.

Sur les conclusions conformes de l'avocat général Desjardins, la Cour de Cassation, par un arrêt du 4 décembre 1877 (1), admit en droit la thèse du tribunal et de la Cour d'appel, d'après laquelle l'admission à la cote, prononcée sans justification préalable des versements exigés par la loi, constituait une faute suffisante pour engager la responsabilité de la Chambre syndicale, en vertu du principe de l'article 1383 du Code civil.

Sur un autre point, la jurisprudence consacrée par ces arrêts mérite d'être retenue : Le silence du Ministre des finances ne peut être interprété comme un avis favorable à l'admission à la cote, et la Chambre syndicale ne doit la prononcer qu'après avoir obtenu l'autorisation formelle du gouvernement.

« Attendu, dit le jugement du tribunal de la Seine, quant à l'autorisation du Ministre des Finances et du Ministre des travaux publics, que la Chambre syndicale aurait dû également attendre qu'elle eût été accordée avant d'admettre

(1) V. sur cette affaire le jugement du Tribunal de Commerce de la Seine, l'arrêt de la Cour de Paris et l'arrêt de rejet de la Cour de Cassation, avec les conclusions de l'avocat-général Desjardins, dans S. 78, 1, 369.

les bonds à la cote ; qu'elle excipe vainement d'une tolérance qui, dans la pratique, aurait substitué à la nécessité d'une autorisation directe et formelle, une sorte de sanction tacite résultant du silence gardé par le ministre pendant un temps déterminé après l'avis de l'admission à la cote ; que cette tolérance eût-elle eu, ce qui est officiellement démenti, la persistance et la durée qui sont alléguées, elle ne pouvait, à aucun titre, suppléer aux exigences légitimes et protectrices du décret de 1858, et moins encore couvrir la responsabilité de la Chambre syndicale au cas où la méconnaissance de la loi entraînerait comme dans l'espèce, un préjudice pour le public ; qu'enfin, l'autorisation ministérielle exigée par le décret de 1858 n'est point, à vrai dire, une approbation de la décision prise par la Chambre syndicale ; que l'une et l'autre sont dictées par des motifs d'un ordre différent, s'inspirant, la première, de considérations purement financières ; la seconde de vues à la fois légales, fiscales et politiques... »

Il ne peut d'ailleurs plus aujourd'hui y avoir aucun doute sur ce point. La circulaire du 12 février 1880 a réglé une question sur laquelle la controverse était possible en décidant que la Chambre syndicale « ne pourra autoriser la négociation... à son parquet avant d'avoir reçu du ministre une autorisation expresse et écrite ».

L'application aux décisions de la Chambre syndicale des principes généraux sur la responsabilité, doit être approuvée, et nous signalerons seulement, pour la rejeter, l'opinion de deux auteurs qui écartent sans distinction, toute respon-

sabilité de la Chambre syndicale envers les porteurs de titres.

Non seulement, écrit M. Mollot (1) la Chambre syndicale ne garantit pas la valeur des effets admis à la cote, mais encore elle n'a point à examiner le mérite de ces effets ni quant à leur forme, ni quant à la capacité des débiteurs. Lorsque la Chambre syndicale admet telle ou telle valeur à la cote elle ne fait, en réalité, qu'employer le seul moyen qui permette la constatation des cours. La cote ne sert pas à autre chose. Il s'ensuit que la Chambre syndicale en admettant des effets à la cote, ne peut commettre une faute de nature à engager sa responsabilité à l'égard des tiers.

Ainsi, un effet français ou étranger a été coté avant que la société ou le gouvernement auquel on l'attribue, l'ait définitivement approuvé ou ratifié, la Chambre syndicale ne sera pas responsable envers le public, si elle autorise la cote de bonne foi ; c'est le public qui aura eu le tort d'acheter cet effet sans le vérifier avant sa négociation (2).

Cette doctrine nous paraît exagérer l'irresponsabilité de la Chambre syndicale. Nous nous en tenons, avec la doctrine courante et la jurisprudence, à la responsabilité pour faute.

Tout ce que nous accordons, c'est que dans l'intérêt public, les tribunaux devront se garder de trop de sévérité.

devront apprécier avec une grande réserve les faits articulés comme constituant une faute, une négligence, une

(1) Mollot : *Bourses de commerce*, nos 680 et suiv.

(2) Bédarride, *Commentaire du Code de Commerce*, n° 189.

imprudence de la Chambre syndicale, en se rappelant que, dans l'intérêt même du public, les décisions de la Chambre syndicale ne doivent pas être affaiblies par une application trop rigoureuse du droit commun (1).

§ 2. — *Refus d'admission à la cote.*

La question de responsabilité est ici très délicate à résoudre. Admettre que la Chambre syndicale peut être rendue responsable de son refus, c'est entraver sa liberté ; admettre qu'elle n'est pas responsable, c'est lui donner le moyen de faire de l'arbitraire, de favoriser certaines sociétés aux dépens d'autres sociétés.

En pratique, voici ce qui se passe. La Chambre syndicale, sollicitée d'accorder l'admission à la cote, à laquelle elle est défavorable, fait connaître au Ministre des finances l'importance des transactions auxquelles les titres ont pu donner lieu. Si le ministre croit devoir ordonner la cotation, elle obéit. Toutefois, par une sorte de mesure provisoire, elle classe ces effets dans la partie non officielle du Bulletin, ce qui indique suffisamment au public la mesure du crédit qu'il doit y attacher.

Mais c'est là un expédient. L'avis, ni même l'ordre du Ministre ne suffit pas à résoudre la responsabilité de la Chambre syndicale, et si, par cette mesure de prudence elle protège les acquéreurs éventuels, la question du principe subsiste : les émetteurs, les porteurs de titres, peuvent-ils

(1) Buchère, *Traité des opérations de Bourse*, 3^e éd., n° 26.

exiger d'elle la mise immédiate à la partie officielle de la cote?

En faveur de la négative, on peut présenter des arguments sérieux.

La Chambre syndicale exerce son droit d'admission à la cote dans l'intérêt du public et non dans l'intérêt des sociétés qui demandent l'admission. C'est l'intérêt seul du public et non l'intérêt des sociétés, qui la préoccupe. Une société, même sérieuse, n'a jamais, ne peut jamais avoir un droit acquis à l'admission à la cote pour ses valeurs.

La Chambre syndicale, n'est tenue à aucune obligation envers la société. En refusant l'admission à la cote, elle ne commet aucune faute, elle ne méconnaît pas un intérêt dont elle n'a pas à se préoccuper, un droit, qui n'existe pas. Il n'y a ni faute, ni lésion d'un droit acquis, donc pas de responsabilité.

Lorsque la Chambre syndicale, saisie d'une demande d'admission à la cote, la refuse, parce qu'elle croit sincèrement que la valeur ne mérite pas d'être cotée, que l'intérêt public défend ou du moins ne commande pas l'admission, elle ne nous semble pas pouvoir être actionnée en dommages-intérêts. Le motif se tire du pouvoir discrétionnaire que nous avons reconnu à la Chambre syndicale, quant à l'appréciation des raisons d'intérêt général qui peuvent prohiber ou commander l'admission à la cote de telle ou telle valeur.

C'est seulement dans les hypothèses de dol ou de refus, par pur caprice, que sa responsabilité devrait être engagée.

Si par exemple, la Chambre syndicale s'entendait avec une société rivale pour refuser l'admission à la cote des actions d'une autre société; ou si elle refusait l'admission d'une valeur sérieuse dans l'opinion de tout le monde, par pur caprice, mauvais vouloir ou esprit d'hostilité envers l'entreprise.

L'in vraisemblance même de ces hypothèses, qui ne se sont jamais réalisées, suffit à faire présumer la légitimité des motifs de la Chambre syndicale, quand elle refuse l'admission d'une valeur à la cote.

§ 3. — *Retrait de la cote.*

Le retrait de la cote est une décision très grave. Il fait, d'un seul coup, suspecter le caractère sérieux de l'entreprise, et la plupart du temps, détermine une baisse rapide et importante.

La question de responsabilité se résoud suivant les mêmes principes que dans les hypothèses précédentes. La Chambre syndicale ne sera pas responsable de la baisse, si, en prenant la mesure du retrait, elle ne s'est inspirée que de l'intérêt général, par exemple, si elle a voulu arrêter la spéculation sur une valeur qui avait cessé d'être sérieuse. Sa responsabilité ne serait engagée que si le retrait de la cote constitue, de sa part, une mesure dolosive ou même simplement arbitraire.

Un jugement du tribunal de la Seine déduit du pouvoir de la Chambre syndicale de retirer une valeur de la cote, qu'il appartenait à la Chambre syndicale de déterminer les

conditions auxquelles elle croit devoir subordonner le maintien de certaines valeurs à la cote.

Le Crédit Foncier de France avait, le 1^{er} septembre 1869, émis des actions nouvelles. La Chambre syndicale décide l'admission à la cote, jusqu'à la clôture de la souscription de l'action ancienne estampillée, c'est-à-dire ayant souscrit à l'émission et de l'action ancienne non estampillée n'ayant pas encore usé du droit de souscription et de l'action nouvelle.

En janvier 1870, M. Sourigues avait donné à un agent de change l'ordre d'acheter un certain nombre d'actions non estampillées. Au moment où devait avoir lieu la livraison, le 5 février, la plupart des titres de cette nature étaient déposés dans les bureaux du Crédit Foncier pour y recevoir l'estampille ou l'avaient déjà reçue. Les vendeurs ne pouvaient se les procurer que difficilement, et il s'ensuivit, sur ces titres, une grande hausse qui profitait aux acheteurs.

Pour empêcher cette différence de cours entre les actions estampillées ou non, la Chambre syndicale avait décidé qu'à partir du 7 février, les livraisons, par suite de négociations à terme, pourraient se faire indistinctement, par une action estampillée et une demi-action nouvelle, pour une action non estampillée.

L'assimilation fit disparaître la différence des cours et provoqua la baisse de l'action non estampillée. Sourigues, subissant ainsi une perte et privé du bénéfice qu'il attendait de l'opération, poursuivit la Chambre syndicale en

dommages-intérêts, en invoquant l'abus de pouvoir qu'elle aurait commis, en décidant l'équivalence des titres.

Le tribunal civil, dont la décision fut confirmée par la Cour d'appel, le débouta de sa demande :

« Attendu, décida le tribunal, qu'aux termes de ces règlements, la Chambre syndicale, sous l'autorité du Ministre des finances, a tout pouvoir pour accorder, refuser, suspendre ou interdire la négociation d'une valeur soit au comptant, soit à terme ; qu'ainsi, il dépendait d'elle de rayer de la cote une nature de titres qui y aurait été admise.

Qu'à plus forte raison, elle peut décréter l'équivalence entre deux espèces de titres différents, puisque ce n'est plus faire autre chose que de les coter au même taux ; , . .

Attendu que s'il était vrai que la décision de la Chambre eût déterminé une baisse sur les actions non estampillées, il n'y aurait pas lieu d'en conclure que cette décision excédait les pouvoirs de la dite Chambre ; qu'en effet, toute mesure qui, pour un avenir même éloigné, touche à la cote d'une valeur, en affecte nécessairement le cours.

Qu'on ne peut donc refuser à la Chambre syndicale toute influence, même indirecte, sur les cours sans la destituer des attributions légitimes qui lui appartiennent à l'égard de la cote...

« Attendu, d'ailleurs, qu'en admettant le fait de la baisse produite par la décision de la Chambre, il y aurait lieu de se demander si la hausse antérieure n'avait pas été la conséquence d'une spéculation basée sur la raréfaction nécessaire des titres non estampillés, qui devait livrer les ven-

deurs à la merci de l'acheteur et si, en déjouant cette spéculation, la Chambre syndicale ne faisait pas acte de moralité financière; si par conséquent, en exerçant un droit, elle ne remplissait pas un devoir » (1).

L'arrêt de la Cour de cassation qui rejette le pourvoi, sur les conclusions conformes de l'avocat général Desjardins, insiste sur ce rôle de la Chambre syndicale.

« Attendu, en ce qui concerne le grief tiré par Sourigues de ce que la décision prise par la Chambre syndicale aurait eu pour effet de déprécier les valeurs sur lesquelles il avait précédemment spéculé, que la Chambre syndicale est chargée par la loi de son institution de veiller, sous le contrôle du Ministre des finances, à la sécurité et à la loyauté des opérations de bourse, et que, pour remplir cette mission, elle a notamment le pouvoir d'accorder, refuser, suspendre ou interdire la négociation d'une valeur autre que les fonds de l'État français, soit au comptant, soit à terme; Qu'elle peut dès lors déterminer, dans le but de prévenir des spéculations déloyales, les conditions auxquelles elle croit devoir subordonner l'admission ou le maintien à la cote de certaines valeurs; Qu'il suit de là qu'en prenant pour l'avenir la délibération du 31 janvier 1870, portant qu'à partir du 7 février suivant, les négociations à terme sur les actions du Crédit Foncier de France seraient réglées indistinctement par la livraison d'une action estampillée et d'une demi-action nouvelle, pour une action non estam-

(1) Trib. civil de la Seine, 18 avril 1874, S.78.1.377, sous Cass., 4 déc 1877.

pillée, la Chambre syndicale a fait un exercice régulier de ses attributions et n'a commis aucune faute ».

Le tribunal de la Seine et la Cour de Cassation nous paraissent avoir exagéré les conséquences des pouvoirs reconnus à la Chambre syndicale.

Sans doute, nous admettons, avec la Cour suprême, que la Chambre syndicale, maîtresse de la cote peut « déterminer, dans le but de prévenir des spéculations déloyales, les conditions auxquelles elle croit devoir subordonner l'admission ou le maintien à la cote de certaines valeurs ».

S'en suit-il qu'elle ait le droit d'autoriser la livraison d'une valeur en remplacement d'une autre? Le tribunal dit que la Chambre syndicale, pouvant rayer de la cote une nature de titres; « peut, à plus forte raison, décréter l'équivalence entre deux titres différents, puisque ce n'est pas faire autre chose que les coter au même taux ».

Nous n'admettons pas ce raisonnement *à fortiori*. La Chambre syndicale n'a pas le droit de coter les deux titres au même taux. Elle doit se borner à constater les cours de la Bourse et ne peut coter les titres au cours qu'il lui plaît de leur assigner. Le droit de retirer le titre de la cote et d'en entraîner ainsi indirectement la baisse n'entraîne pas le droit de décréter l'équivalence de deux titres.

SECTION II

Rôle et responsabilité du gouvernement.

Le rôle de la Chambre syndicale consiste à examiner les conditions du marché financier et à peser les avantages ou

les inconvénients que peut, à cet égard, présenter l'introduction sur le marché, à tel ou tel moment, de telle ou telle valeur étrangère.

Dans certains pays, comme nous le verrons plus loin, le législateur et le gouvernement se sont désintéressés du fonctionnement des bourses ou se sont contentés de le réglementer d'une manière générale, laissant aux compagnies d'agents de change, une fois organisées, toute liberté d'admettre les valeurs sur le marché.

Cette indépendance complète n'est pas sans présenter des inconvénients surtout en ce qui concerne les valeurs étrangères. Comme nous l'avons indiqué dans notre première partie, l'introduction sur le marché français de fonds d'États ou de sociétés étrangers soulève des problèmes assez graves, et met en jeu, en dehors des intérêts des capitalistes l'intérêt même de l'État, au double point de vue fiscal et politique.

Les compagnies d'agents de change sont bien qualifiées pour juger si l'état financier du marché permet l'introduction d'une valeur à la cotation officielle. Il est des questions d'ordre fiscal et politique qui dépassent sa compétence et justifient, en matière d'admission à la cote, l'intervention du Gouvernement.

C'est ainsi qu'en France, le gouvernement entend se réserver d'apprécier si l'admission de valeurs étrangères est en rapport avec l'état des relations diplomatiques des deux nations et si elle n'est pas susceptible de le gêner dans le cas où il aurait besoin, de son côté, de faire appel au crédit.

D'après le décret du 6 février 1880, c'est la Chambre syndicale des agents de change qui, dans chaque Bourse accorde, refuse, suspend ou interdit les négociations de valeurs étrangères (article premier).

« Le Ministre des finances, ajouté l'article 5, peut toujours interdire la négociation en France d'une valeur étrangère ».

Il semble bien résulter de ces dispositions que le ministre n'a pas à intervenir lors de la décision sur l'admission à la cote officielle, et que celle-ci doit recevoir son exécution, sauf le droit pour le Ministre de prononcer son interdiction.

Mais le Gouvernement n'interprète pas ainsi le décret du 6 février 1880, dans le sens d'un simple droit de veto. La rédaction du décret de 1880, n'a donc pas eu pour résultat de modifier ses pouvoirs antérieurs, tels que les avaient affirmés la circulaire du 12 août 1873, et l'arrêt de la Cour de Cassation du 4 décembre 1877. La lettre du Ministre des finances au syndic de la Compagnie des agents de change, en date du 12 février 1880, précise que la Chambre syndicale « ne pourra faire procéder à l'inscription au *Bulletin officiel*, et autoriser la négociation de cette valeur à son parquet, avant d'avoir reçu du Ministre une autorisation expresse et écrite. »

La circulaire ajoute : « je ne vois d'ailleurs aucun inconvénient à ce que des valeurs étrangères, admises avec mon autorisation à la cote officielle de la Bourse de Paris ou de

toute autre, soient ensuite admises, *sous une nouvelle instruction, aux négociations d'un autre parquet.* »

Conformément à cette faculté, la plupart des parquets des départements, celui de Lyon, notamment, ont ouvert leur cote sans instruction nouvelle de la demande, sans même aucune délibération de la Chambre syndicale, à toutes les valeurs admises à la cote d'un autre parquet et notamment de celui de Paris.

La Chambre syndicale des agents de change de la Bourse de Paris n'admet pas la réciprocité.

Un auteur (1) croit qu'en exigeant une nouvelle instruction, la Chambre syndicale de Paris va à l'encontre de la circulaire précitée. Celle-ci parle, en effet, des valeurs déjà admises « à la cote officielle de la Bourse de Paris *ou de toute autre* ».

Il en conclut qu'une valeur étrangère étant cotée à la Bourse de Lyon, tout agent de change de Paris aurait le droit de forcer l'inscription à la cote de Paris d'une négociation faite par lui sur cette valeur.

Nous ne partageons pas cette opinion. La circulaire ministérielle, en exemptant la valeur déjà cotée d'une nouvelle instruction, ne fait évidemment allusion qu'à l'instruction de la part du Gouvernement. Il ne peut empiéter sur les droits de la Chambre syndicale de Paris, qui est maîtresse de sa cote.

La question ne présente d'ailleurs qu'un intérêt pratique

(1) Ribière : *De l'admission à la cote dans les Bourses françaises de valeurs*, p. 76, note.

très minime, les valeurs étrangères inscrites seulement à la cote des Bourses de province étant très peu nombreuses.

Le contrôle du Gouvernement est exercé par le Ministre des finances et le Ministre des affaires étrangères. Le Ministre des finances est saisi de la demande par la Chambre syndicale, qui lui communique un des deux dossiers de pièces justificatives exigées par la lettre du 12 février 1880.

Le Gouvernement n'a pas à porter son examen sur les questions de la compétence de la Chambre syndicale, par exemple à rechercher si la valeur est l'objet d'un assez grand nombre d'opérations pour qu'il existe un cours véritable. Le rôle du Ministre des finances est d'apprécier si les intérêts du Trésor sont sauvegardés. Le Ministre des affaires étrangères examine si aucune considération politique ne s'oppose à l'admission. Son rôle se borne, d'abord, à faire savoir au Ministre des finances s'il a des objections d'ordre politique ou diplomatique à opposer, ensuite, à lui transmettre les informations d'ordre financier qu'il a pu recevoir de ses agents sur les conditions dans lesquelles l'affaire se présente.

Quelles conséquences entraîne le droit du Gouvernement? Comme pour la Chambre syndicale, il y a lieu de poser la question de responsabilité.

Le Gouvernement n'intervient en matière d'admission à la cote que pour sauvegarder l'intérêt général. Seul juge de cet intérêt, il doit décider souverainement, et, s'il autorise ou interdit l'admission à la cote d'une valeur étrangère, il

n'encourt certainement aucune responsabilité à l'égard des souscripteurs.

A l'égard des États étrangers, les décisions du Gouvernement en cette matière peuvent entraîner des conséquences graves. Un État étranger peut voir dans le refus d'admettre à la cote un de ses emprunts un acte inamical ; des représailles ou une tension diplomatique peuvent en être la conséquence.

D'autre part, l'admission à la cote d'un État neutre d'un emprunt émis par un État en guerre peut être considéré comme une violation de la neutralité. Dans ce cas, le Gouvernement français s'abstient, ainsi pendant la guerre italo-turque, il a refusé l'admission à la cote de tout emprunt italien et turc.

Ces responsabilités internationales suffisent à montrer combien est à la fois important et délicat en notre matière le rôle du Gouvernement.

Des exemples pratiques vont nous en faire apprécier l'utilité. Le Gouvernement est intervenu notamment dans quatre circonstances récentes se rapportant à trois émissions de fonds d'États étrangers, et une émission de valeurs d'une compagnie étrangère.

- 1^o L'emprunt hongrois ;
- 2^o L'emprunt ottoman ;
- 3^o Les emprunts sud-américains ;
- 4^o L'emprunt du Crédit foncier cubain.

1^o *L'emprunt hongrois.*

La Chambre des députés de Budapest avait autorisé le

Gouvernement hongrois, le 30 juillet 1909, à contracter un emprunt à l'étranger. Le Gouvernement hongrois ayant manifesté l'intention de faire appel au concours de différents marchés financiers et notamment du marché français, le Gouvernement français subordonna l'admission à la cote officielle de cet emprunt à une double condition :

1° Il devrait être donné satisfaction aux réclamations poursuivies à Vienne par les obligataires, en grande majorité français, des chemins de fer de la Südbahn en vue d'une amélioration de la situation financière de la Compagnie.

2° Le Gouvernement hongrois devrait donner certaines garanties de l'utilisation dans un but pacifique des fonds à provenir de l'emprunt,

En outre, le Gouvernement français se réservait le droit d'apprécier si, à l'époque choisie par la Hongrie pour l'émission de l'emprunt, la situation de notre marché financier et les conditions de la politique générale permettaient la réalisation de cet emprunt.

La Hongrie ne souscrivit pas à ces conditions et traita avec un consortium de banques hongroises, autrichiennes et allemandes.

L'opération fut sensiblement moins avantageuse pour elle. Si elle avait traité sur le marché français, elle aurait encaissé immédiatement 560 millions. Elle n'obtint du consortium que 250 millions de bons du trésor à 3 ans et 250 millions d'emprunt perpétuel, dont 125 à option.

2° *L'emprunt ottoman.*

Dans le courant de l'année 1910, le Gouvernement jeune-

turc manifesta l'intention d'émettre sur le marché de Paris un emprunt de 150 millions.

La situation économique et financière de la Turquie était à ce moment très précaire : pas d'organisation administrative, pas de budget régulier. D'autre part, la Turquie ne se montrait guère bien disposée à l'égard de la France : elle achetait à l'Allemagne ses vieux navires et un matériel d'artillerie. Aussi était-il du devoir du Gouvernement français de demander à la Turquie des garanties sur la Trésorerie appelée à gérer le service de l'emprunt et sur l'emploi pacifique des fonds.

En outre, le Gouvernement saisit l'occasion de régler définitivement les manifestations dont l'occupation française de la Tunisie était depuis quelque temps le prétexte. Il demanda que le statut des indigènes algériens et tunisiens fut placé, en Turquie, sous le régime des capitulations et que l'extension de la France à l'intérieur de la Tunisie ne fût plus désormais contestée.

Les négociations relatives à cet emprunt furent longues et difficiles. Le Gouvernement turc n'ayant pas donné les garanties exigées, dut se retourner d'un autre côté et conclure, quelque temps après, un emprunt avec un groupe financier anglais.

3°. *Emprunts Sud-Américain.*

Vers la même époque, l'admission à la cote d'emprunts éventuels des États sud-américains donna lieu à la Chambre des députés à un grand débat parlementaire.

Les adversaires n'objectaient plus, comme pour les emprunts hongrois et ottoman, des considérations d'ordre politique, et n'étaient pas guidés par la crainte de voir les fonds employés à des dépenses dirigées contre la France, Ils invoquaient le danger résultant, pour les capitalistes français, de la situation plus ou moins prospère des finances de ces États.

A une question posée le 13 janvier 1911, par M. Lemire, sur les pouvoirs du gouvernement en vue de défendre les capitalistes contre les émissions d'États ou provinces sud-américaines de solvabilité douteuse, M. Pichon, ministre des affaires étrangères, répondit en ces termes :

Les emprunts de l'Amérique du Sud, « se divisent généralement en deux catégories : les emprunts des États fédéraux et les emprunts des États locaux.

Pour les emprunts des États fédéraux, le Ministre des affaires étrangères fait connaître s'il a ou non des objections d'ordre politique à formuler : l'État fédéral a vis-à-vis de lui une responsabilité et, dans le cas de suspension des paiements, un recours pourrait être exercé contre lui par le Ministre des affaires étrangères.

Lorsqu'il s'agit d'emprunts d'États locaux, le Ministre des affaires étrangères, n'ayant aucun recours dans aucun cas contre l'État emprunteur, se borne à transmettre, sans formuler la moindre opinion, les renseignements d'ordre financier qu'il reçoit de ses agents; le Ministre des finances apprécie. »

Le Ministre ajoutait cet aveu topique : « Il est arrivé

d'ailleurs assez souvent que des États fédéraux de l'Amérique du Sud, en raison de l'abondance des demandes d'emprunts émanant d'États locaux, aient été les premiers à nous faire entendre que nous pourrions très bien nous dispenser, et même à nous demander de ne pas admettre à la cote certains emprunts proposés par des États locaux. »

Le Ministre rappelait enfin qu'il est de tradition de demander que la France soit représentée dans les Conseils d'administration constitués à la suite des opérations réalisées et que notre commerce et notre industrie soient appelés à profiter, dans la mesure la plus large possible, de l'emploi des fonds de l'emprunt (1).

Le 28 décembre de la même année, un nouveau débat eut lieu à la Chambre des Députés, à la suite de l'émission sur le marché français d'une tranche de 3 millions d'un emprunt conclu par le Paraguay, au lendemain de sa révolution, avec un groupe anglo-français.

Ce débat fut amorcé par une proposition de résolution de M. Delahaye, invitant le gouvernement à empêcher le versement complémentaire de 22 millions sur cet emprunt.

La discussion par la Chambre de cette proposition fit apparaître l'absence totale de garantie de cet emprunt, et l'affaire en resta là.

Le groupe émetteur avait manifesté l'intention de demander l'admission à la cote officielle des titres de cet emprunt, mais avant même que cette demande fût formulée, le

(1) *Journal Officiel*, Chambre, Débats parlem., p. 31.

Ministre des affaires étrangères avait signalé à la Direction du mouvement général des fonds, les dangers résultant de la situation déficitaire du Paraguay. L'admission à la cote ne fut pas demandée.

Le Ministre des finances n'eut pas à intervenir, comme il le déclara lui-même, à la séance de la Chambre du 28 décembre 1911, dans les termes suivants qui définissent excellemment son rôle :

« En dehors des circonstances où l'administration des finances use de ses pouvoirs pour assurer le recouvrement des taxes dues sur les titres étrangers, elle n'intervient qu'en ce qui concerne l'autorisation d'admission à la cote des dits titres. Cette admission est prononcée par la Chambre syndicale des agents de change; mais la décision de la Chambre syndicale ne peut être suivie d'effets, lorsqu'il s'agit de valeurs étrangères, que lorsqu'elle a reçu l'approbation du Ministre des finances, et ce dernier peut toujours suspendre la cotation d'une valeur étrangère.

Le Ministre des finances ne saurait donc en aucune manière s'opposer à l'admission de titres au moment où les émetteurs auront satisfait aux prescriptions fiscales. Son action se limiterait au refus éventuel de la cote, au cas improbable où la Chambre syndicale voudrait inscrire des valeurs étrangères créées dans des conditions notoirement irrégulières. Si une émission effectuée, après l'accomplissement des formalités requises, constituait une fraude manifeste et si le Ministre des finances en était avisé, il ne pourrait que signaler le fait au Ministre de la justice, à qui

incomberaient la constatation de cette fraude et sa répression devant les tribunaux » (1).

4^o Emprunt du Crédit Foncier Cubain.

L'émission des obligations du Crédit foncier cubain a donné au gouvernement français l'occasion de préciser l'étendue de ses pouvoirs en matière d'admission à la cote et les conditions de leur exercice.

Le 28 février 1911, le Crédit foncier cubain avait été créé, par l'entremise d'une banque française. Quelque temps après, l'admission à la cote officielle de Paris des obligations émises par cet établissement fut demandée. Le bruit ayant couru que, malgré l'avis défavorable émis par la Chambre syndicale des agents de change, le gouvernement autoriserait l'inscription à la cote, un député, M. Damour, prit prétexte de cet incident pour déposer sur le bureau de la Chambre la proposition suivante :

« La Chambre invite le Gouvernement à refuser l'admission de valeurs étrangères à la cote officielle de la Bourse de Paris, lorsque cette admission peut compromettre la défense des intérêts français à l'étranger ».

Le Ministre des affaires étrangères exposa, dans les termes suivants, la doctrine du Gouvernement.

« Il (le Gouvernement) n'a point attendu la courtoise invitation de M. Damour pour décider que dans toute demande d'admission l'intérêt français devait primer l'intérêt financier ; et il a été unanime à estimer qu'en présence de

(1) *Journal Officiel*, Débats parlem. Chambre, Séance du 28 déc. 1911.

chaque demande d'admission à la cote, le Ministre des finances devait avant tout se mettre d'accord avec le Ministre des affaires étrangères; en cas de dissentiment toujours possible sur l'opportunité d'un emprunt, le conseil des ministres aurait à se prononcer et à départager les deux ministres compétents » (1).

Le ministre ajouta que le Gouvernement, après examen financier et des intérêts politiques mis en jeu dans l'affaire, avait refusé l'admission à la cote.

Un auteur (2) semble faire quelques réserves sur la prétention du Ministre des affaires étrangères de donner son avis sur l'admission de valeurs étrangères de sociétés privées. « D'après la pratique toujours suivie en pareil cas, écrit-il, le Ministre des affaires étrangères n'avait pas à intervenir, puisque, d'après les usages, son contrôle ne peut s'exercer que sur l'admission à la cote des fonds d'États étrangers ». M. Ribière craint qu'en abandonnant la distinction, toujours suivie jusque-là, entre les fonds d'États et les valeurs de sociétés privées, le Gouvernement ne soit entraîné à réduire sensiblement le nombre des effets cotés, en prenant prétexte des différents existant entre la France et les pays étrangers.

La distinction des fonds d'États et des valeurs privées, au point de vue du rôle à exercer par le Ministre des affaires étrangères, semble plus conforme à la lettre des textes.

(1) *Journal officiel*, Débats parlem. Chambre, Séance du 3 février 1912, p. 186.

(2) Ribière, *op cit.*, p. 95.

Pour les fonds d'État étrangers, le décret du 6 février 1880 n'a pas modifié la réglementation antérieure, « Rien n'est changé, dit la circulaire du 12 février 1880, aux lois et règlements actuellement applicables aux fonds d'États étrangers ». L'ordonnance du 12 novembre 1823 est donc encore en vigueur, et la lettre du Ministre des finances au syndic des agents de change, en date du 12 août 1873, exige formellement l'intervention du Ministre des affaires étrangères :

« Aujourd'hui, comme alors (en 1823), il est nécessaire que le Ministre des Finances et le Ministre des affaires étrangères soient mis à même d'apprécier, l'un au point de vue des intérêts du Trésor, l'autre au point de vue de l'intérêt politique, s'ils n'ont point de motifs de s'opposer à l'inscription sur la cote officielle de fonds publics étrangers... »

Le décret du 6 février 1880 qui concerne l'admission des valeurs de sociétés privées est rédigé en termes très différents :

« Le Ministre des finances, dit l'article 5. peut toujours interdire la négociation en France d'une valeur étrangère ».

Et dans les textes antérieurs, décret de 1858 et décret de 1859, l'avis du Ministre des affaires étrangères n'est pas davantage mentionné. Le Ministre des finances écrit le 16 octobre 1872 au syndic des agents de change : La Chambre syndicale « ne doit procéder à l'inscription au *Bulletin officiel* qu'après avoir pris l'avis de *mon* département ».

Ces textes condamnent la prétention émise par le Ministre des affaires étrangères, dans la séance de la Chambre du

3 février 1912, de donner son avis sur l'admission à la cote des valeurs étrangères autres que les fonds d'États.

Si sa thèse est contraire aux textes, elle nous paraît cependant plus conforme aux intérêts généraux, et nous appelons de nos vœux une modification de la rédaction de l'article 5 du décret de 1880. Nous aurons à revenir sur ce point, quand nous étudierons, au point de vue des principes, le rôle qu'il convient d'attribuer au Gouvernement en matière d'admission à la cote. Disons seulement ici que les entreprises industrielles privées ont souvent, pour un pays, un intérêt politique et stratégique aussi puissant que les travaux exécutés par les fonds de l'État lui-même.

SECTION III

L'admission à la cote du marché en banque.

A côté du marché officiel, il existe le marché libre, ainsi appelé parce que les banquiers qui servent d'intermédiaires entre les vendeurs et les acheteurs n'ont pas, comme les agents de change, le monopole des transactions et que les parties peuvent effectuer leurs opérations sans passer par leurs mains.

Sur ce marché les valeurs sont négociées et cotées par deux syndicats : le syndicat des banquiers en valeurs à terme et le syndicat des banquiers en valeurs au comptant.

A un autre point de vue, le marché en banque est libre, en ce sens que le syndicat est maître de sa cote, et que le gouvernement n'a pas, comme pour l'admission à la cote

officielle, le droit d'opposer son veto. Le décret de 1880 et la circulaire du 12 février qui le commente ne prévoient, en effet, que l'admission au marché officiel des agents de change. On ne peut donc assimiler, à cet égard, la cote en banque à la cote officielle.

Un auteur, tout en admettant le principe de cette distinction, ajoute que le Gouvernement peut, même sur ce marché, recourir à l'article 5 du décret du 6 février 1880 aux termes duquel « le Ministre des finances peut toujours interdire la négociation en France d'une valeur étrangère », et il lui reconnaît le droit d'opposer son veto à la négociation « abstraction faite de l'admission à n'importe quelle cote. » (1)

Cette opinion nous paraît à la fois en contradiction avec les textes et avec les prémisses de l'auteur.

Quelle utilité peut présenter l'interdiction de négocier une valeur, si l'on reconnaît, comme le fait l'auteur, que le Gouvernement ne peut empêcher les syndicats des banquiers au comptant et à terme de l'inscrire à leur cote? Est-ce la négociation directe entre deux particuliers qu'il pourra arrêter? C'est bien impossible. Ce n'est pas non plus la négociation par l'intermédiaire du coulissier, car toute opération sur une valeur qui figure à la cote doit pouvoir s'effectuer : l'interdire serait reconnaître au Gouvernement le droit de retirer une valeur de la cote du marché libre, ce qui serait plus grave encore que le droit de l'y admettre.

(1) Aubry, *L'Admission à la cote des valeurs étrangères*, p. 62.

Le droit de veto du Ministre des finances ne peut avoir de sens que comme corollaire du droit d'intervention dans l'admission à la cote. Ce raisonnement nous conduit à restreindre l'application de l'article 5 au marché officiel des agents de change.

La portée limitée de ce texte est également démontrée par l'intitulé du décret du 6 février 1880 « concernant les attributions des Chambres syndicales des agents de change, à Paris ou dans les départements, et la négociation des valeurs étrangères ». Le décret abroge les décrets de 1858 et 1859, relatifs à la négociation sur le marché officiel ; il vise des textes réglementant l'exercice de la profession d'agent de change. Dans son texte même il parle uniquement de la Chambre syndicale des agents de change. Tous ces points prouvent que le décret concerne uniquement le marché des agents de change, et que le droit de veto proclamé par l'art. 5 se limite aux négociations faites sur ce marché.

Les syndicats des banquiers au comptant et à terme ont donc toute liberté d'admettre à la cote du marché en banque les valeurs étrangères et aucun veto du Gouvernement ne limite leur complète indépendance.

Si les textes nous semblent absolument favorables à cette opinion, est-ce à dire qu'elle mérite d'être approuvée au nom des intérêts généraux, et n'y aurait-il pas lieu d'étendre au marché libre les prérogatives qui appartiennent au Gouvernement sur l'admission des valeurs étrangères à la cote officielle ?

Les raisons qui militent en faveur de l'intervention du Gouvernement sont peut-être encore plus fortes pour les valeurs négociables sur le marché libre que pour les valeurs admises au marché officiel. Sur le marché en banque s'effectuent un nombre considérable de transactions et, en raison des relations internationales d'un grand nombre de maisons de coulisse, les négociations sur des valeurs étrangères y ont une énorme importance. Si l'on estime opportun le rôle du Gouvernement en matière de négociations sur les valeurs étrangères, on doit regretter que les textes laissent échapper, à son contrôle, un marché où s'effectue une notable proportion de ces opérations. Qu'une société étrangère ou un Gouvernement obtienne l'inscription de ses titres sur la cote en banque, le syndicat des banquiers pourra, grâce à une large publicité dans les journaux et les bulletins financiers que de nombreuses maisons de banque font paraître, provoquer les achats, écouler les titres dans le public, sans que le Gouvernement ait été consulté.

Le marché libre peut même servir à rendre illusoire la protection que le décret de 1880 a eu pour but de donner aux intérêts nationaux et aux intérêts des capitalistes français. Le marché libre pourra placer en France un emprunt étranger dont l'introduction sur le marché officiel aura été refusée. « La barrière que des considérations d'ordre public avaient fait établir à l'entrée du marché officiel pour en défendre l'accès au fonds étrangers, sans une autorisation expresse et écrite du gouvernement, pourrait se trouver ainsi facilement tournée ! Le syndicat de la

coulisse ne saurait avoir plus de droits que le Parquet des agents de change ; le Gouvernement ne saurait être moins armé pour défendre l'épargne française et l'intérêt national sur le marché libre qu'il ne l'est pour les défendre sur le marché officiel » (1).

L'hypothèse n'est pas seulement théorique. Dans le rapport au Congrès international des Valeurs mobilières dont nous extrayons les lignes qui précèdent, M. Pluyette cite le cas d'un État de l'Amérique centrale qui n'avait pu obtenir l'admission à la cote officielle. Il avait laissé en souffrance les créances d'un grand nombre de capitalistes français et la Chambre syndicale des agents de change avait pensé que le « blocus de la cote » était le seul moyen d'obtenir un règlement satisfaisant de leurs intérêts. Grâce à une entente entre les banques étrangères qui s'étaient chargées de l'émission et le syndicat des coulissiers, les titres de cet État furent inscrits à la cote du marché libre. Des fonds français se sont trouvés ainsi engagés sur cette valeur au détriment des créances dont nous parlons, lesquelles ne reçurent naturellement, dans ces conditions, aucune satisfaction (2).

L'utilité d'une intervention du Gouvernement dans l'admission à la cote du marché libre a été contestée, tout au moins pour les fonds d'États. « La vogue de la cote officielle

(1) Ch. Pluyette. *Rapport au Congrès international des Valeurs mobilières de 1900*, t. II.

(2) *Loc. cit.*

est telle qu'un gros emprunt étranger irait à un demi-succès, pour ne pas dire à un échec, si les titres n'étaient inscrits qu'à la cote du marché en banque; un État qui se contenterait de cette cote risquerait d'en souffrir un certain discrédit... » (2).

L'argument nous paraît spécieux et se retourne contre son auteur. Sans doute, un État dont les finances sont prospères et qui vit en bonne intelligence avec l'État dont il sollicite le marché, demandera immédiatement l'admission à la cote officielle des titres qu'il se propose d'émettre, sans redouter l'examen de la Chambre syndicale et du Gouvernement.

Mais si les relations des deux États ne sont pas empreintes d'une franche cordialité, ou si l'emprunt émane d'un État ou d'une ville dont la situation financière est douteuse, l'État ou la ville emprunteur, se contentera volontiers de voir ses titres émis sur le marché libre. Celui-ci serait donc le réceptacle de toutes les valeurs douteuses; et le Gouvernement se trouverait désarmé, dans les hypothèses précisément, où les intérêts du pays ou des capitalistes risquent le plus d'être compromis!

Ces intérêts sont-ils suffisamment sauvegardés par l'examen des chambres syndicales? Celles-ci exigent la production de nombreuses justifications, dont la liste tend à s'uniformiser avec celle des documents exigés par la Chambre syndicale des agents de change.

(1) *Mecus. La défense de l'épargne française*, p. 60.

En voici d'ailleurs l'énumération d'après les formules remises par les Syndicats au moment de la demande d'admission à la cote. Le syndicat des banquiers en valeurs à terme exige les mêmes pièces quelle que soit la nature de la valeur. Le syndicat des Banquiers en valeurs au comptant distingue entre les fonds d'États étrangers et les autres valeurs.

La demande, rédigée par écrit, adressée au syndicat des banquiers en valeurs à terme doit être accompagnée des pièces suivantes :

1° Numéro du *Bulletin annexe* au *Journal officiel* contenant les insertions exigées par la loi ;

2° Copie, certifiée conforme, de la lettre agréant un représentant responsable auprès de l'Administration de l'Enregistrement et du Timbre ;

3° Attestation suivant laquelle tous les titres dont l'inscription est demandée sont de même nature et jouissent des mêmes droits, avec l'indication des différences pouvant exister dans la confection des titres et remise d'un exemplaire annulé de chaque type ;

4° Dernier et précédents rapports de la société avec bilans ;

5° Exposé général de la situation de l'affaire, signé par la maison demanderesse ;

6° Statuts avec, s'il y a lieu, la traduction française certifiée conforme ;

7° Engagement, soit de la société, soit de la maison demanderesse, de se conformer aux usages du marché de

Paris, et notamment de prévenir la Chambre syndicale, huit jours au moins avant la prochaine liquidation, des droits et avantages de souscription, d'augmentation de capital, etc.; réservés éventuellement aux titres cotés, et de fixer, pour le dépôt des actions au porteur, donnant droit à la souscription, un délai qui devra s'étendre au minimum jusqu'au septième jour du mois suivant inclus ;

8^o Engagement pour le paiement des coupons, de ne prélever qu'un impôt, l'impôt français ou l'impôt du pays au régime duquel est soumise la société ;

9^o Engagement d'assurer le renouvellement à Paris des feuilles de coupons sans frais pour les porteurs ;

10^o Engagement de porter immédiatement à la connaissance de la Chambre syndicale les numéros des titres frappés d'opposition,

Le syndicat des banquiers en valeurs au comptant exige les justifications suivantes :

A. — Pour les fonds d'États étrangers.

1^o Demande au président (il n'y a pas de formule obligatoire) ;

2^o Exemplaire du *Journal Officiel* contenant la publication des lois ou décrets qui ont créé ou autorisé l'emprunt ;

3^o Spécimen des titres (joindre un spécimen de chaque coupure, s'il en a été créé) ;

4^o Questionnaire rempli ;

5^o Engagement de procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre syndicale, à l'échange des

titres qui, en raison de leur état matériel, ne pourraient être admis dans les livraisons.

Toutes les pièces fournies en langues étrangères doivent être accompagnées de leur traduction *in extenso* en français et certifiées conformes par le représentant officiel, en France, de l'État où a été créé l'emprunt.

Le questionnaire auquel il est fait allusion au 4^e, comprend les renseignements qui suivent :

Nom de l'État;

Titre de l'emprunt;

Législation;

Obligations;

Montant de l'emprunt;

Taux d'intérêt;

Date des lois ou décrets qui ont créé ou autorisé l'emprunt;

Valeur nominale;

Taux d'émission;

Cours d'introduction sur le marché;

Nombre de titres émis;

État de libération des titres;

Nombre de titres annotés à ce jour;

Désignation, nombre et numéros des coupures;

Date du paiement des coupons;

Date, numéro et montant net du dernier coupon payé;

Représentant de l'État à Paris;

Caisse chargée, à Paris, du service des titres et des coupons.

B. — Pour les valeurs étrangères autres que les fonds d'États :

1^o Demande d'inscription et questionnaire remplis ;

2^o Deux exemplaires des statuts.

Fournir suivant la législation sous laquelle fonctionne la société : Procès-verbaux d'assemblées générales constitutives ou certificat d'incorporation, certificat de coutume, décret d'autorisation, etc. Certifiés conformes aux lois et usages de leur pays d'origine par le représentant officiel, en France, de l'État où la société a été créée. Exempleaire imprimé de rapport des commissaires chargés de vérifier les apports, s'il y en a eu ;

3^o Exempleaire du *Journal d'annonces légales* publiant les statuts, les assemblées générales constitutives, et les modifications aux statuts, s'il en a été fait ; Exempleaire du *Bulletin des annonces légales* obligatoires contenant les insertions prévues par la loi du 30 janvier 1907 ;

4^o Noms, qualités sociales, adresse des administrateurs et noms des commissaires des comptes ;

5^o Spécimen des titres (joindre un spécimen de chaque coupure, s'il en a été créé) ;

6^o Déclaration que tous les titres dont l'inscription est demandée sont de même nature et ont les mêmes droits, avec indication des différences, s'il en existe, dans leur confection ;

7^o Liste des souscripteurs avec indication du nombre de titres respectivement souscrits par chacun d'eux ; Justification de la libération du capital ;

8° Derniers bilans et comptes-rendus d'assemblées générales ordinaires et extraordinaires, s'il y en a eu (s'il n'a pas encore été établi de bilan, fournir un état de la situation financière actuelle active et passive de la société);

9° Exposé général en neuf exemplaires de la situation de l'affaire depuis son origine;

10° Copie conforme de la lettre de l'Administration de l'Enregistrement agréant un représentant responsable pour l'abonnement au timbre français;

11° Engagements à prendre par la société :

a) De faire parvenir à la Chambre syndicale deux comptes-rendus de chacune des assemblées générales que tiendra la société; de lui annoncer les dates de détachement, ainsi que le montant brut et net des coupons; de la prévenir des droits et avantages de souscription réservés aux titres cotés, pour toute augmentation de capital, et de fixer, pour le dépôt, des actions donnant droit à la souscription, un délai minimum de quinze jours;

b) De procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre Syndicale, à l'échange des titres qui, en raison de leur état matériel, ne pourraient être admis dans les livraisons;

c) De procéder, à Paris, au renouvellement des feuilles de coupons, sans frais pour les porteurs, et de ne prélever qu'un impôt pour le paiement des dits coupons : l'impôt français ou l'impôt fixé par la législation étrangère sous le régime de laquelle fonctionne la société;

d) De procéder dans un délai de vingt jours, s'il y a lieu,

à l'échange des grosses coupures contre des coupures inférieures et des unités, et réciproquement ; indication du tarif d'échange ;

e) D'avoir, à Paris, une caisse chargée, pendant toute la durée de la société, du service des titres et des coupons (Validation, transfert, conversion des titres nominatifs en titres au porteur et réciproquement, etc.). Indiquer cette caisse, ainsi que les délais et tarifs fixés pour ces opérations ;

f) De fournir, pendant toute la durée de la société, la traduction en français de tous les documents remis en langue étrangère.

S'il s'agit d'obligations, les pièces complémentaires suivantes doivent être fournies :

1^o Copie des procès-verbaux d'assemblées générales ou des délibérations du Conseil d'administration ayant autorisé leur création et leur émission ;

2^o Neuf exemplaires du prospectus d'émission ;

3^o Engagement de la société de fournir dix listes de chacun des tirages qui seront effectués.

Les pièces produites en langues étrangères doivent être accompagnées de leur traduction *in extenso* en français, et tous les documents fournis certifiés conformes et signés par un administrateur.

De l'énumération de ces documents, on peut induire les limites du rôle que veulent jouer les syndicats. Par ces justifications, ils cherchent à s'assurer de l'identité et de la régularité de la société, de l'accomplissement des mesures de publicité exigées par la loi française, à obtenir pour les

capitalistes français prêteurs, des facilités pour le service des titres.

Certes, toutes ces justifications ont leur importance et permettent aux syndicats de reconnaître à peu près le caractère sérieux de l'affaire. L'exposé de la situation financière et commerciale de la société, s'il est minutieusement contrôlé, ce qui ne sera pas toujours facile, donnera aussi quelques garanties. Enfin, les intérêts fiscaux du Trésor sont sauvegardés par la nomination d'un représentant responsable agréé par l'administration.

Les syndicats de coulissiers sont certes seuls désignés pour examiner les affaires à ce double point de vue financier et légal. Mais, au-dessus de ces questions, il est des questions d'ordre diplomatique qui dépassent la compétence des syndicats, comme celle de la Chambre syndicale des agents de change. Si l'on juge opportun de prendre en considération ces intérêts généraux, il appartient au Gouvernement seul d'en connaître, et son intervention est alors plus nécessaire encore au marché libre qu'au marché officiel.

CHAPITRE III

RÉGLEMENTATION DE L'ADMISSION A LA COTE A L'ÉTRANGER

Au point de vue de la réglementation de l'admission à la cote on peut diviser les pays étrangers en trois groupes :

Tantôt les gouvernements croient devoir prendre les précautions les plus rigoureuses pour protéger l'épargne autant contre les placements exotiques que contre la spéculation.

D'autres, au contraire, considèrent les valeurs mobilières comme des marchandises quelconques, qui dans l'intérêt même du marché, doivent se vendre et s'acheter librement, sans réglementation restrictive.

Enfin, le Gouvernement s'abstient de toute intervention, mais une puissante corporation possède un monopole de fait et établit des règles d'une prudente sévérité.

Angleterre.

Le London Stock Exchange est le type du marché de valeurs mobilières fonctionnant librement sans aucun contrôle du Gouvernement.

Corporation privée, indépendante, il jouit d'un privilège de fait exclusif.

La corporation comprend des *jobbers*, négociants en titres

qui achètent et vendent pour leur compte, et les *brokers*, ou intermédiaires. La séparation du parquet et de la coulisse n'existe pas. Nombre de *brokers* publient une cote des cours de valeurs non cotées au Stock Exchange.

La corporation élit membres, qui forment le *Committee for General Purposes*, chargé de la surveillance du fonctionnement du Stock Exchange et de son règlement intérieur.

C'est à ce *Committee* que doivent être adressées, contre-signées par un broker, les demandes d'admission à la cote. Les pièces suivantes doivent être annexées à la demande :

Prospectus ;

Règlements, statuts de la société ;

Copie des bilans de quelques années, quand il s'agit d'actions ou d'obligations.

Pour les fonds d'État, copie des lois qui ont autorisé l'émission.

Pour les valeurs étrangères, fonds d'États, actions ou obligations de sociétés, il suffit, en outre, de donner la preuve que ces valeurs sont déjà admises à la cote officielle dans le pays d'origine.

Signalons enfin, les conditions générales mises par le Stock Exchange à l'admission à la cote ; les statuts doivent contenir l'interdiction aux administrateurs d'employer les fonds sociaux à l'achat des actions, et l'imprescriptibilité perpétuelle des dividendes échus. La moitié au moins du capital social doit avoir été émise, et les actions d'apport ne pas dépasser le tiers du capital émis.

Le Committee ordonnera l'inscription à la cote des titres d'une nouvelle compagnie, si elle est de bonne foi et suffisamment importante, si 10 0/0 au moins du capital émis ont été versés, si les sommes à payer en argent ou en titres aux apporteurs et concessionnaires sont spécifiées, si deux tiers du capital nominal émis ont été souscrits et attribués sans condition au public.

Enfin le Committee peut rayer de la cote les titres d'une compagnie qui, sans motifs spéciaux, émettrait de nouvelles actions dans l'année qui suit la première émission.

Belgique.

La profession d'agent de change est également libre. Le collègue échevinal nomme une commission sur deux listes, présentées par le Tribunal de commerce et les agents de change inscrits depuis trois ans. Cette commission est chargée de l'administration de la Bourse, et c'est à elle que doivent être adressées les demandes d'admission à la cote.

Le chapitre IV du Règlement communal de la Bourse de Bruxelles détermine les conditions de cette admission.

Chapitre IV. — Admission à la cote.

Art. 20. — La demande d'introduction d'une valeur à la cote est adressée par écrit à la Commission. Elle est accompagnée d'un spécimen des titres, de l'indication du taux d'émission et, s'il s'agit d'une valeur belge, de la maison chargée du paiement des coupons à Bruxelles.

Quant aux valeurs étrangères, elles ne peuvent être admises à la cote que si elles le sont dans leur pays d'origine

et s'il est justifié de la régularité des actes qui les concernent ; s'il s'agit d'une société, à la demande doivent être joints les statuts et le dernier bilan.

Article 21. — L'impétrant devra, de plus, fournir toute autre pièce dont la commission jugerait la production nécessaire.

Article 22. — La désignation des valeurs pour lesquelles la cote est demandée est affichée pendant huit jours au moins et, pendant ce délai, la commission recevra toutes les observations qui lui seraient faites par écrit. Après quoi, elle statuera sur la demande.

Article 23. — Ne peuvent être admises à la cote les actions de sociétés dont le capital est inférieur à un million de francs, ni les obligations émises par ces sociétés.

Article 24. — Par le seul fait de l'admission de leurs valeurs à la cote, les sociétés prennent l'engagement de faire parvenir chaque année à la commission, le compte rendu de toutes les assemblées générales et 350 exemplaires de la liste des tirages des titres remboursables ; cette liste doit comprendre la récapitulation générale des numéros sortis antérieurement et non présentés au remboursement.

Article 26. — La Commission peut, à la majorité des deux tiers des membres présents, rayer de la cote les valeurs pour lesquelles on ne se serait pas conformé aux règles ci-dessus prescrites ; ainsi que celles qui, faute de transaction cesseraient d'y figurer utilement ou dont la négociation au Parquet lui paraîtrait contraire à l'intérêt public.

Allemagne.

Le système pratiqué est celui de la réglementation des Bourses. Il résulte de la loi du 22 juin 1896, commune aux Bourses de marchandises et aux Bourses de valeurs.

C'est au Gouvernement de chaque État qu'il appartient d'autoriser la création ou d'ordonner la fermeture d'une Bourse, Il peut en déléguer la surveillance aux chambres de commerce ou aux corporations de marchands. Un *Staats Kommissare* est chargé d'observer la marche des affaires à la Bourse et de surveiller l'application des lois et règlements. Il a droit d'assister aux délibérations des organes de la Bourse (art. 2).

Les négociations se font par l'entremise de « courtiers de bourse assermentés », nommés et révoqués par les Gouvernements, mais leur ministère n'est pas obligatoire pour les parties.

Le titre III de la loi du 22 juin 1896 règle les conditions d'admission des valeurs à la cote.

D'après l'article 36, les demandes sont examinées par une commission composée pour moitié de personnes non inscrites sur le registre de la Bourse comme faisant des opérations sur titres. Les membres intéressés à l'introduction du titre sur le marché sont exclus de la délibération et de la décision relatives à l'admission.

« Le comité a pour mission et pour devoir :

1^o D'exiger la présentation des documents qui doivent servir de base aux titres à émettre et d'examiner ces documents ;

2° De faire en sorte que le public soit renseigné le mieux possible sur toutes conditions de fait et de droit nécessaires à l'appréciation des titres à émettre et de ne pas autoriser l'émission en cas d'insuffisance de renseignements.

3° De ne pas autoriser des émissions susceptibles de porter préjudice à des intérêts généraux importants... »

Le comité peut refuser une émission sans donner les motifs de sa décision ; il a le droit d'exclure de la cote les titres qui y ont été admis. L'admission des titres des emprunts de l'Empire et des États allemands ne peut être refusée.

Le comité doit, d'après l'article 38, publier la demande et attendre six jours au moins avant de prononcer l'admission.

Sauf pour les emprunts de l'Empire et des États allemands, un prospectus très détaillé doit être publié avant la demande, sauf dispense accordée par l'État intéressé, pour emprunts complètement garantis par l'Empire ou un État confédéré.

Les actions des sociétés ne peuvent être admises à la cote avant l'expiration d'un délai d'un mois, à partir de l'inscription de la société sur le registre du commerce et de la publication du premier bilan (art. 39).

L'admission des valeurs étrangères est subordonnée à la condition que les émetteurs s'engagent pour une durée de 5 ans, à publier annuellement, dans un ou plusieurs journaux allemands, choisis par le comité d'admission, le bilan

de la société, avec le compte des profits et pertes, après l'établissement de ces comptes.

Enfin l'art. 41 établit « qu'il ne peut y avoir de cours officiel pour les valeurs dont l'admission à la cote de la Bourse a été refusée ou n'a pas été demandée. Les affaires sur ces valeurs sont exclues des avantages accordés par les règlements de bourses et ne peuvent être négociées par les courtiers de bourse.

Il est également interdit de publier des listes de prix (cotes) pour les affaires de ce genre, ainsi que de répandre ces cotes dans le public au moyen de reproductions par un procédé mécanique quelconque, à moins que le règlement de la Bourse n'accorde des exceptions pour des cas particuliers ».

Autriche-Hongrie.

Le marché des valeurs mobilières est également réglementé. La création d'une Bourse doit être autorisée par le Gouvernement, qui en approuve les statuts et règlements. Comme en Allemagne, un commissaire spécial exerce une surveillance sur le fonctionnement de la Bourse, pour le compte du Gouvernement.

La procédure d'admission à la cote de la Bourse de Vienne consiste essentiellement dans la remise d'une double demande au Ministre des finances et à la Chambre de la Bourse. Il doit y être annexé un dossier contenant tous documents, pièces et renseignements utiles sur la valeur en question. Ce système de la double demande présente quelque analogie avec le système français.

Espagne.

L'article 74 du Code de commerce espagnol permet à toute personne, commerçant ou non, de faire, sans intervention d'agent de change, des opérations sur des valeurs mobilières, effets publics ou valeurs émises par des sociétés.

Mais dans ce cas, le droit commun est applicable à ces opérations, et elles ne bénéficient pas des privilèges juridiques attribués aux contrats faits par l'intermédiaire d'un agent de change.

Les demandes d'admission à la cote doivent être adressées au Ministre de fomento (agriculture et commerce).

Pour les fonds d'État, il statue après avis de la Chambre syndicale des agents de change.

Pour les valeurs émises par des sociétés ou autres collectivités, la demande est envoyée directement à la Chambre syndicale, qui prononce l'admission et en informe le Ministre. La Chambre syndicale dresse la liste des documents qui doivent lui être fournis à l'appui de la demande.

Pour les fonds publics étrangers, comme pour les fonds espagnols, en plus de l'autorisation du Gouvernement, est exigée la publication, dans la *Gaceta* de Madrid, du prospectus d'émission.

Pour les valeurs émises par des sociétés étrangères, outre les documents exigés des sociétés nationales, la preuve doit être fournie, par des documents traduits par le bureau des interprètes du Ministère d'État, que l'émission

est conforme aux lois du pays d'origine et aux statuts de la société.

Ces valeurs ne sont admises à la cote qu'après l'obtention d'un décret royal portant qu'aucun motif d'intérêt public ne s'oppose à la cotation.

Suisse.

Chaque canton a le droit de créer des Bourses et d'en établir le règlement. Les trois Bourses importantes sont celles de Genève, où les agents de change n'ont pas le monopole, mais où il n'existe pas de cote libre; de Zurich et de Bâle, où les conditions d'admission à la cote sont les mêmes qu'à Genève.

L'admission d'une valeur à la cote doit être demandée par cinq agents de change. Le comité des agents de change est libre de demander tous les renseignements et documents qu'il juge nécessaire. Il n'accepte que les valeurs qui ont déjà donné lieu à des transactions sur le marché.

Pour les valeurs étrangères, l'admission ne peut être prononcée qu'après justification qu'il existe dans les portefeuilles suisses une assez forte quantité de ces titres.

Hollande.

En Hollande, la Bourse est une institution officielle, mais la profession de « commerçants en fonds publics » est libre.

C'est leur comité qui admet ou rejette les demandes d'inscription à la cote des valeurs nationales ou étrangères.

Portugal.

L'achat et la vente des valeurs mobilières n'y sont pas

libres. C'est le système de la réglementation sans restrictions. Les agents de change sont nommés par le roi et jouissent d'un monopole absolu.

Pour les valeurs portugaises, l'admission est prononcée par la Chambre syndicale, sur production des pièces constatant leur création.

Pour les valeurs étrangères, c'est aussi la Chambre syndicale qui statue, mais l'autorisation du Ministre des affaires étrangères est nécessaire.

En outre, doivent être produits : un certificat émanant de l'autorité consulaire de la nation d'origine, attestant la légalité des documents fournis et la cotation officielle de la valeur dans le pays d'origine et tous documents justificatifs de l'acquittement des impôts dans ce pays et la parfaite régularité des titres.

CHAPITRE IV

EXAMEN CRITIQUE DE LA RÉGLEMENTATION DE L'ADMISSION A LA COTE

De ce long exposé de la réglementation positive de l'admission à la cote, il faut maintenant tirer les conclusions, en recherchant quelle est la valeur critique de cette institution.

Sur le principe même de l'intervention de la Chambre syndicale des agents de change et du Gouvernement, les explications qui précèdent et surtout les développements donnés à l'examen du rôle général du Gouvernement en matière de placements à l'étranger, sont suffisantes, et il suffit ici de les résumer.

Il est naturel que la Chambre syndicale, représentant de la compagnie des agents de change seuls chargés des opérations en Bourse, soit maîtresse de diriger ces opérations et de déterminer les valeurs qui pourront y être admises. Limité à l'examen des conditions de régularité des titres, à l'examen sommaire de leur valeur apparente, à la constatation du nombre des négociations, le rôle de la Chambre syndicale est de n'ouvrir la porte du marché officiel qu'à des valeurs présentant toutes les apparences d'un carac-

rière sérieux. Composée de financiers, la Chambre syndicale est toute désignée pour procéder à ce contrôle.

Elle l'exerce d'ailleurs d'une manière plus approfondie que l'administration de l'enregistrement au moment de l'abonnement au timbre. Les nombreuses justifications exigées par elle en sont la preuve. La certification consulaire que les titres sont conformes à la législation locale et cotés dans leur pays d'origine constitue à cet égard une garantie assez efficace de la valeur juridique du titre et de la valeur commerciale qu'il possède à l'étranger.

En exigeant que la demande d'admission à la cote soit présentée par le banquier émetteur et chargé du service financier des titres, elle se réserve un moyen d'apprécier la valeur du titre; la surface présentée par ce banquier constitue une sorte de caution morale de ce titre.

Enfin, la Chambre syndicale s'est préoccupée d'assurer aux acheteurs français le moyen de surveiller ou de diriger la marche de la société. Elle exige, si la demande d'admission concerne des obligations, que les actions de la société soient aussi proposées à la cote. Elle donne ainsi aux capitalistes français le moyen de profiter de l'avantage que procure à la société l'émission d'obligations, et le développement de son capital. Elle leur donne aussi le moyen de jouer un rôle dans la direction de la société, en obtenant le droit d'entrée aux assemblées d'actionnaires.

A l'instigation du Gouvernement, la Chambre syndicale subordonne même l'admission à la cote à la nomination de deux représentants français dans le conseil d'administration

de la société. L'épargne française peut ainsi surveiller les capitaux qu'elle a prêtés et contribuer à la direction de la société.

En fait, bien qu'excellent en principe, ce procédé ne donne pas tous les résultats qu'on serait en droit d'en attendre. Les deux administrateurs ne sont pas assez souvent choisis parmi des Français, habitant le pays où la société étrangère a son siège. La surveillance qu'ils peuvent exercer en devient souvent bien illusoire. D'autre part, limité à deux, le nombre d'administrateurs français n'assure pas à l'épargne française une représentation suffisante, quand une forte proportion des actions se trouve dans le portefeuille français.

L'intervention du Gouvernement dans l'admission à la cote est très critiquée par l'école libérale, partisan du laisser-faire pour les capitaux comme pour les marchandises. Nous avons déjà examiné dans son ensemble la question d'intervention du Gouvernement dans l'exportation des capitaux. Examinons seulement son rôle dans l'admission à la cote.

Certains auteurs voudraient que le Gouvernement intervienne en cette matière sans se découvrir : ils sont partisans d'un simple droit de veto pour le Gouvernement, la Chambre syndicale restant maîtresse de sa cote.

Nous avons vu le peu d'importance qu'il y a lieu d'attacher à la distinction du veto et du droit d'autorisation ; bien que le décret de 1890 n'attribue au Gouvernement qu'un droit de veto, on s'accorde en général à lui recon-

naître un véritable droit d'autorisation, même exercé préalablement à la décision de la Chambre syndicale. Veto ou autorisation, l'intervention du Gouvernement doit se défendre par les mêmes arguments.

En sa faveur, on peut invoquer l'intérêt de l'épargne, l'intérêt économique du pays, l'intérêt politique.

L'intérêt de l'épargne est sauvegardé par les justifications qu'exige la Chambre syndicale, concernant la régularité du titre, sa cotation à l'étranger, le nombre des négociations en France et par les mesures destinées à assurer aux capitalistes français surveillance ou direction des capitaux par eux engagés. Cet intérêt nous semble suffisamment protégé par l'intervention de la Chambre syndicale, plus complètement que le Gouvernement pour examiner ces points de vue purement financiers.

Le rôle du Gouvernement n'est pas, à notre avis, de protéger la petite épargne ignorante et séduite par des placements d'apparence rémunératrice et lointains. Il n'a pas à faire, et il n'a d'ailleurs pas compétence pour faire un choix dans les placements de l'épargne. La Chambre syndicale doit suffire pour lui éviter les placements aventureux.

Le rôle du Gouvernement nous paraît devoir être tout différent : gardien et défenseur des intérêts généraux du pays, il lui appartient d'examiner les valeurs dont la cotation est demandée, à un point de vue général, dont il est le juge.

D'une part, le point de vue politique doit attirer son attention. S'agit-il d'un emprunt dont les fonds seront em-

ployés contre la France? Un pays ne peut évidemment sans se condamner lui-même, accepter que les capitaux produits par son épargne aillent fournir des armes à nos ennemis. Il ne suffit même pas d'interdire d'une manière générale, la cotation des valeurs d'un pays ennemi, comme en France avant la guerre actuelle, pour les valeurs allemandes. L'état des relations internationales est susceptible de trop de variations, de trop de surprises, pour que, dans chaque affaire, ne soit pas indispensable son examen au point de vue politique par une autorité compétente. La seule qualifiée, n'est-ce pas le Ministre des affaires étrangères?

Ce n'est pas d'ailleurs aux fonds d'État, comme certains l'ont proposé et comme semblent l'affirmer les textes, qu'il convient de limiter cet examen. La guerre actuelle n'a pas appris seulement à la France, le danger qu'il y a de prêter son argent à la Hongrie, à la Turquie et à la Bulgarie. La guerre est aujourd'hui la mobilisation générale de toutes les forces vives d'un pays. Il y a notamment dans un pays des forces qui ont une valeur stratégique aussi grande que les fortifications ou l'accroissement de l'armée; les chemins de fer et les banques, notamment. Et ne pourrait-on dire même que tout capital qui permet à un pays de développer son industrie, son commerce, son agriculture, assure son indépendance et sa force, et lui donne des armes contre le pays prêteur?

Ces considérations politiques sont de la plus haute importance, vitale même, et il est impossible, sous peine de

suicide, de refuser au Gouvernement le droit de les faire valoir.

L'admission à la cote n'est pas seulement un moyen de défense. Elle peut constituer aussi un moyen d'obtenir d'une puissance étrangère des avantages politiques ou de sauvegarder des intérêts politiques. Il suffit pour le démontrer, de rappeler les conditions que le Ministre des finances imposait au Gouvernement turc, pour l'admission à la cote de ses emprunts. Un État qui a besoin d'argent est disposé à céder plus facilement, et il est de bonne guerre de la part de l'État prêteur d'en profiter.

Enfin, le rôle du Gouvernement peut être envisagé à un point de vue économique. Le refus d'admission à la cote peut intervenir à titre de représailles, dans le cas où le pays emprunteur a laissé en souffrance des engagements contractés à l'égard des nationaux du pays prêteur (emprunt hongrois) ou fait à son commerce une situation défavorable. C'est une arme qu'il paraît difficile d'arracher des mains du Gouvernement. Elle peut servir à obtenir des avantages commerciaux, la suppression par exemple ou l'atténuation d'un régime douanier. Répondant à une question de M. Lemire, à la séance de la Chambre des députés du 13 janvier 1911, M. Pichon, Ministre des Affaires Étrangères, montrait les avantages que l'exercice de ses prérogatives en matière d'admission à la cote lui avait permis d'obtenir de l'étranger pour l'industrie métallurgique nationale.

Telle qu'elle fonctionne en France, l'admission à la cote

assure donc dans une certaine mesure la protection des intérêts généraux du pays, politiques et économiques et la protection de l'épargne. Il va sans dire que son efficacité dépend beaucoup de la manière dont elle est exercée. Les textes de la matière sont, en effet, très vagues, et donnent à la Chambre syndicale, comme au Gouvernement, un véritable blanc-seing. Toutes les justifications qu'elle exige, la Chambre syndicale les exige de sa propre autorité, et aucun texte ne limite à cet égard ses pouvoirs. Quand au Gouvernement, l'intérêt général est la seule limite de son intervention. C'est dire combien inspiré par des considérations d'intérêts particuliers, de rivalités financières ou industrielles, les pouvoirs conférés à la Chambre syndicale et au Gouvernement pourraient être dangereux. Il faut se hâter d'ajouter, qu'en fait, ils n'en n'ont usé qu'au mieux des intérêts de l'épargne et du pays. Leur exercice trouverait d'ailleurs son contrôle et sa sanction, pour la Chambre syndicale, dans les droits du Gouvernement, et pour le Gouvernement, dans la responsabilité ministérielle.

Nous avons montré le rôle utile que la réglementation de l'admission à la cote, bien appliquée, est susceptible de jouer. Ce rôle est malheureusement très limité, par la portée même de cette institution.

D'une part, cette réglementation ne concerne que le marché officiel. Elle laisse en dehors d'elle toutes les opérations qui se font sur le marché en banque. Nous avons déjà dit, dans notre précédent chapitre, combien cette lacune était regrettable, puisque, destinée surtout à pro-

téger l'épargne et les intérêts généraux du pays contre les placements étrangers, cette réglementation laisse en dehors de son application une source très importante de placements en valeurs étrangères. Le marché en banque peut même, ainsi qu'il est arrivé, aider à tourner cette réglementation, en servant de réceptacle aux valeurs étrangères refusées sur le marché officiel.

Rappelons d'ailleurs que c'est surtout l'intervention du Gouvernement qu'il faut regretter ici, puisque les Chambres syndicales des banquiers en valeurs au comptant et à terme, maîtresses de leurs côtes, ont multiplié les formalités préalables à l'admission à la cote.

A un autre point de vue, l'efficacité de l'admission à la cote est atténuée par sa portée limitée. De tous les modes d'introduction d'une valeur étrangère dans un portefeuille français, cette réglementation n'en vise qu'un seul, l'achat, et l'achat sur le marché officiel. Les autres opérations, et notamment la première en date, la souscription, ne sont pas protégées.

CONCLUSION

Nous avons successivement décrit et critiqué les procédés employés pour diriger le mouvement de l'épargne vers les placements étrangers et pour protéger les intérêts de l'épargne et les intérêts généraux. Il nous reste à grouper ces éléments pour en tirer la conclusion.

Le législateur et le Gouvernement n'ont pas à interdire l'exode des fonds français vers les valeurs étrangères. L'essaieraient-ils, toutes les mesures qu'ils prendraient en ce sens seraient inefficaces, car la mobilité des capitaux leur permet de franchir les frontières sans contrôle, et l'argent qui ne pourrait choisir un placement étranger en France irait le chercher sur place ; les valeurs étrangères ne sont d'ailleurs pas les seuls procédés ; les commandites prêts, achats de terres et de maisons pourraient être utilisés.

Il n'est d'ailleurs pas de l'intérêt des épargnants français, ni de l'intérêt général, d'empêcher les placements en valeurs mobilières étrangères. Pour les premiers, la dispersion des placements, le rendement plus élevé ; pour la collectivité, l'amélioration de la balance des comptes et du change, la réalisation en temps de guerre constituent des avantages assez sérieux pour que ces placements ne soient pas découragés.

S'ils risquent de restreindre les capitaux utiles à l'industrie et à l'agriculture nationales, de favoriser le développement de pays ennemis ou douteux, de laisser le porteur en perte de son capital, ces inconvénients n'appellent pas une interdiction générale. La politique à suivre à cet égard est une politique d'opportunité, qui dépend à la fois des relations politiques, de la situation économique du pays prêteur au point de vue de la balance des comptes et du développement économique (vieux pays exportateurs de capitaux), et d'autre part de la situation financière du pays ou de la société emprunteur.

L'exposé des mesures de protection qui sont actuellement au pouvoir du Gouvernement nous a montré leur efficacité relative et leur portée limitée.

Au capitaliste il manque encore aujourd'hui des moyens suffisants de s'éclairer sur la valeur du placement qu'il recherche. Il risque d'être entraîné à une souscription par le rendement rémunérateur que lui promettent un déluge de démarcheurs et une avalanche de prospectus, aussi intéressés et aussi suspects les uns que les autres. Le projet de novembre 1912 constitue, à ce point de vue, un sérieux effort pour éviter au capitaliste les manœuvres frauduleuses ou simplement déloyales des émetteurs. Il faut regretter qu'il se soit borné à réglementer les insertions, affiches et prospectus et que la puissance énorme d'une presse financière d'autant plus dangereuse qu'elle se présente sous des dehors plus sérieux, lui ait échappé et n'ait fait l'objet d'aucune réglementation vraiment efficace. On peut regretter

également que les auteurs de ce projet aient choisi le procédé de la réglementation des émissions, au lieu de s'en prendre à la liberté de recrutement des émetteurs. En limitant la faculté d'émettre des emprunts aux maisons sûres, et réunissant des conditions offrant les meilleures garanties, le législateur aurait écarté les intermédiaires véreux, de circonstance et rendu inutile une réglementation de la publicité qui ne se propose que de prévenir les manœuvres déloyales, mais qui, par la sévérité qu'elle impose à tous, risque de décourager les maisons qui sont prêtes à tenir leurs engagements.

L'admission à la cote offre au public, par l'examen sérieux qu'elle comporte de la part de la Chambre syndicale, une garantie relative — et purement morale — du caractère sérieux de la valeur. Le Gouvernement contribue à défendre les intérêts du capitaliste, en contrôlant, avec la Chambre syndicale, les capacités financières de l'emprunteur, surtout quand celui-ci est un État.

Au point de vue de l'épargnant, l'admission à la cote n'est qu'un procédé de protection insuffisant ; en raison même de sa portée limitée : elle ne s'applique qu'au marché officiel et qu'aux achats en bourse. Tous les autres procédés d'acquisition d'une valeur étrangère restent en dehors de son égide.

Elle n'est même pas, en fait, sans danger. Le gros public, qui ne connaît pas les subtilités du droit, voit dans l'admission à la cote officielle une garantie d'authenticité donnée à la valeur, une estampille de la Chambre syndicale et

du Gouvernement, et comme il recherche surtout les placements d'apparence sûrs, il risque d'être introduit en erreur par ce caractère pseudo-officiel. Peut-être la réglementation de l'admission à la cote du marché libre contribuerait-elle à cet égard à l'éducation financière du public, en enlevant à cette réglementation le prestige qu'elle tire de sa limitation à la cote officielle, qui semble être la cote des bonnes valeurs.

Il faut reconnaître que toute réglementation semble aux épargnants, dont l'ignorance financière est trop souvent complète, donner une valeur spéciale à tout ce qui reçoit l'estampille officielle. N'en était-il pas de même pour les sociétés par actions, sous le régime de l'autorisation ? N'en est-il pas ainsi pour les emprunts à émettre qui ont fait l'objet d'insertions dans un bulletin officiel ?

Telle est l'importance attribuée par le gros public à l'admission à la cote officielle, qu'elle constitue une condition essentielle du succès des gros emprunts. C'est certainement en grande partie pour cette raison sérieuse qu'elle assure au souscripteur un procédé commode et rapide de réalisation de ses titres. Mais son prestige si grand vient assurément aussi de la qualification du marché officiel, où n'exercent que des agents nommés par l'État.

Ce prestige n'est pas sans inconvénient, car s'il facilite la négociation des valeurs sérieuses, il exerce son influence sur le succès des émissions. Il suffit dans les prospectus de la mention : L'admission à la cote sera demandée, pour que les souscripteurs affluent. Aussi les émetteurs peu scrupu-

leux ont-ils toujours soin d'insérer cette mention dans leurs réclames écrites et verbales, sans préciser d'ailleurs s'il s'agit ou non de la cote officielle. Si la cote est ensuite refusée, les titres baissent et restent dans les mains des souscripteurs.

Le danger a paru tellement grave que le projet de novembre 1912 interdit de faire mention, dans les réclames, que l'admission à la cote est ou sera demandée.

L'intention est excellente, mais elle risque de compromettre le succès des valeurs sérieuses. Pour beaucoup de souscripteurs, la négociabilité facile est une condition essentielle des placements qu'ils font, et avec cette interdiction, ils ne sauront plus à quoi s'en tenir. Ici encore, la réglementation des émissions va à l'encontre de l'intérêt véritable de l'épargnant et fait regretter un régime d'émission moins réglementé quant aux formalités, mais rigoureux quant au recrutement limité des émetteurs.

Si du point de vue privé, on passe aux intérêts généraux, l'admission à la cote constitue le principal moyen de les défendre. La publicité des émissions a pour seul but de protéger l'épargnant. Les mesures fiscales peuvent jouer, dans le développement du portefeuille étranger, un rôle que la législation récente a contribué à renverser fort heureusement, car le régime antérieur avait pour résultat d'encourager l'évasion des capitaux vers les fonds d'État. L'impôt sur le revenu qui leur a été étendu, l'élévation de cet impôt à un taux plus élevé pour les valeurs étrangères que pour les valeurs françaises, sans arrêter l'exode des capi-

taux français, cessent tout au moins de l'encourager. L'abonnement au timbre, en orientant le mouvement des capitaux vers les fonds d'État et les valeurs médiocres, mérite les critiques que nous avons adressées à une réglementation trop rigoureuse des émissions.

Les pouvoirs conférés au Gouvernement en matière d'administration à la cote constituent la principale sauvegarde des intérêts généraux du pays. Leur caractère absolu permettrait aux Gouvernements d'en abuser, mais tels qu'ils ont été exercés, au nom des intérêts politiques et économiques, et sans être le prétexte d'une intervention intéressée ils constituent un correctif nécessaire aux prérogatives de la Chambre syndicale. Les exemples que nous avons donnés des principales hypothèses où le Gouvernement s'en est servi, suffisent à montrer l'opportunité qu'il y a à lui conférer sous le contrôle de la Chambre syndicale, le droit d'intervenir au nom des intérêts essentiels du pays. Ces prérogatives, bien exercées, suffisent à la sauvegarde de ces intérêts.

C'est surtout la protection du capitaliste qui présente des lacunes. Le projet de 1912 en comble un grand nombre et constitue un effort sérieux de défense de l'épargne.

En terminant, constatons que la guerre actuelle ne sera sans doute pas sans exercer une répercussion profonde sur le mouvement du portefeuille étranger. L'immense développement des importations détermine un change défavorable et pour l'atténuer conduit les belligérants à aliéner leurs valeurs étrangères.

Une bonne partie des États belligérants a liquidé son portefeuille étranger : la finance étrangère a racheté aux États qui le lui ont demandé, une partie des titres qu'elle leur avait envoyés. Le résultat de la guerre sera donc, pour les neutres, comme pour les belligérants, une nationalisation partielle des fortunes ; l'Amérique, l'Espagne, la Suisse, les États Scandinaves, ont racheté à l'étranger, une notable fraction de leurs titres qui y étaient placés, et cette opération a été encouragée par les belligérants eux-mêmes et aussi par la situation de change. Chaque État sera donc, après la guerre, bien plus qu'auparavant, propriétaire des titres de ses propres emprunts ou des entreprises nationales.

D'après M. Rist, il n'y aura là, qu'un recul momentané, qui ne suffira pas à nationaliser définitivement les portefeuilles de chacun. L'importance des besoins que les Alliés ont dû satisfaire à l'étranger a été beaucoup exagérée ; l'Allemagne tire une source d'orgueil de ce qu'elle satisfait tous ses besoins financiers chez elle ; mais elle est trop portée à se vanter de ne pas recourir à ce qu'elle ne peut pas faire ; en réalité, l'Allemagne n'aurait pas mieux demandé que d'emprunter à l'étranger si elle l'avait pu. Quand aux alliés, si l'Angleterre, depuis la guerre, a beaucoup emprunté à l'étranger, elle a prêté, à ses alliés, des sommes équivalentes à celles empruntées par elle. Donc, si, après la guerre, elle se trouve débitrice des uns, elle sera aussi beaucoup créditrice des autres. La France, a emprunté également des sommes assez considérables,

notamment à l'Amérique. Mais le paiement des dividendes et des intérêts qui en résultent ne suffira pas à placer la balance du commerce dans une situation défavorable pour la France.

Avant la guerre, les importations françaises l'emportaient d'un milliard et demi sur les exportations, parce que les français prêtaient beaucoup à l'étranger. Pour supprimer cet avantage commercial, il faudrait que la France ait tellement emprunté à l'étranger qu'elle ait à lui verser, à titre d'intérêts ou de dividendes, après la guerre, une somme annuelle supérieure à un milliard et demi; mais ce chiffre dépasse en réalité de quatre ou cinq fois les intérêts de ce que la France a emprunté depuis la guerre (1).

Vu :
Le Doyen,
F. LARNAUDE.

Vu :
Le Président,
HITIER

Vu et permis d'imprimer :
Le Vice-Recteur,
L. POINCARÉ.

(1) M. Rist, à son cours.

BIBLIOGRAPHIE

ARBOUX. — Les valeurs mobilières étrangères sur le marché français. Thèse, Paris, 1913.

AUBRY (ROBERT). — L'admission à la cote des valeurs étrangères. Thèse, Paris, 1912.

BEQUÉ (ÉMILE). — L'internationalisation des capitaux. Thèse, Montpellier, 1912.

BOISSIÈRE. — La Compagnie des agents de change et le marché officiel à la Bourse de Paris. Thèse, Paris, 1908.

GRINGOIRE. — Finances et financiers au service du Gouvernement. La Revue, 15 février 1911.

GUICHARD. — De la protection de l'épargne nationale et des syndicats de porteurs de valeurs étrangères. Thèse, Poitiers, 1901.

GUILLAUME. — L'épargne française et les valeurs mobilières étrangères. Thèse, Paris, 1907.

GUILMARD. — Le marché libre de la Bourse de Paris, 1912.

LEWANDOWSKY. — De la protection des capitaux empruntés en France par les États ou Sociétés étrangères. Thèse, Lyon, 1896.

Le marché de Paris. Rev. éconóm. internationale, mai 1906.

LEROY-BEAULIEU (PAUL). — Traité de la science des finances.

L'art de placer et de gérer sa fortune, 1906.

LESCURE. — La puissance d'épargne de la France et les placements étrangers. *Rev. polit. et parlem.*, 10 fév. 1912.

R. G. LÉVY. — La fortune mobilière française à l'étranger. *Rev. des Deux Mondes*, mars 1897.

La psychologie des placements. *Revue d'Économie politique*, fév. 1905.

LYSIS. — La Revue, 1^{er} février 1907.

MEEUS. — La défense de l'épargne française contre l'émission et le commerce en France des valeurs mobilières étrangères. Thèse, Paris, 1913.

NEYMARCK. — Finances contemporaines. L'épargne française et les valeurs mobilières 1872-1910. Alcan, 1911.

PÉRIÉ. — L'admission des valeurs à la Bourse de Paris. Thèse, Montpellier, 1915.

POLITIS. — Les emprunts d'État en droit international. Thèse, 1894.

SAINT-MAURICE. — Les emprunts d'État. Paris, 1912.

RENOU. — Les valeurs mobilières étrangères. Leur rôle social et économique. Leur régime fiscal. Thèse, Paris, 1906.

THALLER. — Syndicats financiers d'émission. *Annales de droit commercial*, 1911.

THÉRY. — La fortune publique de la France.

Bulletin de statistique et de législation comparée.

Revue économique internationale.

Rapports au Congrès international des valeurs mobilières de 1900.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION. — La proportion des valeurs mobilières étrangères dans le portefeuille français. — Méthodes et données statistiques.....	1
1 ^{re} PARTIE. — Généralités. — Utilité et dangers des placements en valeurs étrangères. — Rôle du Gouvernement. — Procédés d'intervention.....	12
CHAPITRE I. — Avantages et inconvénients des placements en valeurs étrangères...	12
SECTION 1. — Pour le capitaliste.	13
SECTION 2. — Pour la collectivité.	18
CHAPITRE II. — Politique à suivre par les États. — Interdiction; réglementation, procédés possibles.....	34
CHAPITRE III. — Politique fiscale.....	45
CHAPITRE IV. — Réglementation des émissions.....	52
2 ^e PARTIE. — De l'admission à la cote des valeurs étrangères.....	73
CHAPITRE I. — Historique.....	73

SECTION 1. — De l'admission des fonds d'États étrangers.....	74
SECTION 2. — De l'admission des titres de sociétés étrangères....	82
CHAPITRE II. — Réglementation positive en France.	86
SECTION 1. — Rôle et responsabi- lité de la Chambre syndicale des agents de change.....	86
SECTION 2. — Rôle et responsabi- lité du gouvernement.....	111
SECTION 3. — L'admission à la cote du marché en banque.....	125
CHAPITRE III. — Réglementation de l'admission à la cote à l'étranger.....	138
CHAPITRE IV. — Examen critique de la réglementa- tion de l'admission à la cote.....	148
CONCLUSION. — Critique de la réglementation posi- tive	156
Influence de la guerre sur la natio- nalisation du portefeuille fran- çais	
BIBLIOGRAPHIE.....	165

